

**UNIVERSIDAD DE ALICANTE**

**FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS Y EMPRESARIALES**



**GRADO EN ECONOMÍA**

***CURSO ACADÉMICO 2020 - 2021***

**EL PAPEL DEL BANQUERO CENTRAL EN LA INTEGRACIÓN DE LAS EXPECTATIVAS  
COMO POLÍTICA HETERODOXA EN UNA ECONOMÍA DESCENTRALIZADA**

**RAÚL MONTES MORENO**

**FRANCISCO ALFREDO MASÓ**

***MACROECONOMÍA ABIERTA***

**Alicante, junio 2021**

## **Resumen**

La crisis iniciada en 2007 provocó problemas en el mecanismo de transmisión de la política monetaria, como solución, los bancos centrales realizaron políticas: «convencional» y «no convencional», desde un enfoque cuantitativo, pero los resultados no fueron rápidos y los problemas se agudizaban. El día 27/07/2012 con unas palabras del presidente Mario Draghi, se produjeron cambios rápidos y significativos en los mercados financieros, resaltando la importancia de las expectativas. Este trabajo tiene como objetivo el estudio de las políticas monetarias para comprender cuáles fueron los factores ocurridos, con el fin de integrar la gestión de las expectativas como instrumento del marco operativo del banco central europeo.

En el trabajo se realiza un análisis histórico económico, seguido del análisis del diseño del banco central y de su presidente/a, finalizando con técnicas econométricas y de big data para obtener dichos factores, donde se encuentran diferencias econométricas entre los bonos gubernamentales Europeos, debido a la racionalidad.

**Palabras clave:** Banco central, Banquero central, Presidente/a, Política monetaria, Sistema monetario, Expectativas, Guerra mundial, Patrón oro, Dólar, Euro, Banco central europeo.

## **Abstract**

The 2007 crisis caused problems in the monetary policy transmission mechanism. As a solution, Central Banks carried out «conventional» and «not conventional» policies from a quantitative approach. Although, their outcome was not quick, and those problems become deepened. On the 27<sup>th</sup> of July 2007 “there were rapid and significant changes”, in the financial markets -quoting President Mario Draghi-, which highlighted the importance of expectations. This dissertation aims to study those monetary policies, making an effort to understand the factors that occurred, in order to integrate the management of expectations as an instrument of the operational framework of the European Central Bank.

What you will find in this dissertation is an economic/historical investigation, followed by the analysis of the European Central Bank design and its president, and concluding with econometric and big data techniques to obtain said factors, where econometric differences are found between each European Government Bond, due to rationality.

**Keywords:** Central Bank, Central Banker, President, Monetary Policy, Monetary System, Expectations, World War, Gold Standard, Dollar, Euro, European Central Bank.

# ÍNDICE

Introducción.....	5
Parte I: ¿Cómo hemos llegado hasta aquí?.....	7
Capítulo 1: La construcción del sistema de política monetaria.....	7
1.1 – El origen de los bancos centrales y sus políticas monetarias.....	7
1.1.1 – El inicio de las finanzas.....	7
1.1.2 – La modernización de las finanzas, la Suecia del siglo XVII.....	8
1.1.3 – El banco de Inglaterra como base de los bancos centrales.....	10
1.2 – La política monetaria en el siglo XX.....	11
1.2.1 – La hegemonía en el sistema monetario internacional.....	11
1.2.1.1 – El patrón oro clásico.....	12
1.2.1.2 – La reestructuración de la hegemonía del sistema monetario internacional.....	13
1.2.1.2.1 – La primera guerra mundial.....	13
1.2.1.2.2 – El patrón cambio oro.....	15
1.2.1.2.3 – La segunda guerra mundial.....	17
1.2.2 - El sistema de Bretton Woods.....	20
1.2.3 - La arquitectura de Paul Volcker.....	29
1.2.3.1 - Estructurando el sistema.....	29
1.2.4 – El sistema de bancos centrales en Europa.....	35
1.2.4.1 - ¿Por qué un único banco central europeo si somos distintos?.....	35
1.2.4.2 - ¿Por qué un tratado?.....	38
1.2.4.3 – Arquitectura de los bancos centrales de Europa.....	39
1.2.4.4 – Estrategia de política monetaria del banco central europeo.....	41
1.2.4.5 – Mecanismo de transmisión de la política monetaria.....	43
1.2.4.6 – Marco operativo del Eurosistema.....	45
1.3 – La política monetaria europea en el siglo XXI.....	48
1.3.1 - Desarrollo del modelo cuantitativo.....	48
1.3.2 - ¿Qué hay después de las medidas cuantitativas?.....	52
Parte II: Gestionar las expectativas.....	55

Capítulo 2: En busca del banquero/a central idóneo/a en el diseño institucional.....	55
2.1 - ¿Se puede ser independiente a la vez que democrático?.....	55
2.2 - La transparencia como estrategia política.....	59
2.3 - ¿Qué perfil tiene que buscarse en un banquero/a central?.....	61
Capítulo 3: La credibilidad del banquero/a central.....	67
3.1 – El impacto de la credibilidad.....	67
3.1.1 - Impacto en Europa.....	67
3.1.2 - Impacto sesgado de la credibilidad: principales países de la eurozona.....	71
3.2 - Interpretación con big data de las conferencias de prensa del presidente/a del BCE.....	76
Parte III: Conclusiones.....	80
Parte IV: Bibliografía.....	82

## **Introducción**

En el transcurso de los siglos las sociedades han desarrollado cada vez métodos de comercio más sofisticados y efectivos, requiriendo cada vez un mejor sistema bancario, controlado por el banco central, que establece la política monetaria necesaria para el buen funcionamiento del sistema. Dichas políticas han ido evolucionando de forma sofisticada, logrando construir lo que hoy conocemos como: «marco operativo», pero con un enfoque cuantitativo.

Con la publicación en 1961 del trabajo de J.F. Muth sobre las expectativas racionales, se inició una nueva corriente económica, donde se indicaba que los modelos no se ajustaban a lo que realmente sucedía porque no introducían el comportamiento humano. Desde entonces esta nueva corriente económica ha sido tratada con un papel secundario en la política monetaria, pero la crisis financiera iniciada en 2007, conllevó problemas en el mecanismo de transmisión de la política monetaria, lo que obligó a los bancos centrales a implantar un sistema híbrido entre las políticas llamadas: «convencionales» y «no convencionales», pero siguiendo el enfoque cuantitativo. Especialmente el banco central europeo tuvo dificultades para reparar el mecanismo de transmisión de la política monetaria y de conseguir su objetivo, dado que los resultados de dichas políticas monetarias no son notorios rápidamente, pero el discurso de Mario Draghi el día 26 de julio de 2012 en una conferencia ante inversores, produjo resultados financieros significativos y de forma instantánea, reforzando la idea de gestionar las expectativas.

Este trabajo tiene como objetivo realizar un análisis de la evolución histórica de la política monetaria, apoyando el análisis en el estudio del papel del banquero/a central en un diseño institucional como el banco central, para comprender cuáles fueron los factores que llevaron a la gestión de las expectativas por parte de Mario Draghi, con el fin de implantar la gestión de las expectativas como un instrumento más en el marco operativo del banco central europeo.

El trabajo se ha estructurado en cuatro partes, donde en la parte uno y la parte dos se integra el desarrollo del trabajo, mediante tres capítulos.

En primero lugar, se abordan las necesidades que llevaron al nacimiento y desarrollo tanto de la banca como de la banca central, analizando la evolución de las políticas llevadas a cabo. Posteriormente se detalla como se establece la hegemonía mundial actual y su papel en el sistema monetario internacional, conllevando a la necesidad de diseñar, implantar y desarrollar un banco central europeo.

En segundo lugar, se analiza como debe ser diseñado y liderado un banco central, especialmente el banco central europeo, para sentar las bases de gestión de las expectativas en un marco operativo de política monetaria.

En tercer lugar, se realiza un análisis econométrico apoyado en la economía del comportamiento, donde se extrae la volatilidad de diversas series temporales y se realiza un estudio de los discursos del presidente/a del banco central europeo mediante técnicas de big data de minería de texto para obtener una comprensión de los factores psicológicos y biológicos que intervienen en la gestión de las expectativas.

Finalmente en la tercera parte se presentan las conclusiones del trabajo.

## **Parte I: ¿Cómo hemos llegado hasta aquí?**

### **Capítulo 1: La construcción del sistema de política monetaria**

#### **1.1 – El origen de los bancos centrales y sus políticas monetarias**

##### **1.1.1 – El inicio de las finanzas**

Desde los inicios de la humanidad se han desarrollado intercambios, iniciándose en la época del neolítico los orígenes del comercio, dado que la economía de subsistencia se basaba en el trueque. Debido a este hecho, la sociedad en su conjunto se fue desarrollando a lo largo de los siglos, introduciendo formas más eficientes de realizar intercambio, sobre la base del avance en los tipos de monedas utilizadas, lo que permitió mejorar la forma de comerciar, obteniendo ciertas personas una gran habilidad comerciando, lo que ocasiona un aumento de los bienes en su posesión, lo que conlleva un riesgo asociado y es que dichos bienes sean perdidos o robados, naciendo así la necesidad de seguridad en el amparo de dichos bienes. Diversos tipos de sociedades como los egipcios o los babilonios establecieron distintos tipos de mecanismos para salvaguardar sus preciados bienes, pero fueron los babilonios los primeros en establecer unas leyes desarrolladas sobre dicha salvaguarda.

Hammurabi, rey de la primera dinastía de babilonia desarrolló durante su reinado un número de leyes de varios ámbitos jurídicos(penal, civil, familia...) incluso establecía normas económicas. Sobre la base de este hecho, nació el código de Hammurabi(1792-1750 a.C), en el cual fue escrito dicho ordenamiento jurídico y económico.

Los acuerdos comerciales se realizaban en conformidad con el código de Hammurabi, donde se establecía la forma contractual de la salvaguarda de cierto objeto y el tipo de interés aplicar a la persona encargada de la salvaguarda, sobre el propietario del objeto. Naciendo así cierta forma de establecimientos financieros.

Sin embargo, no fue hasta comienzos del siglo XI, donde comenzó la gestión de los depósitos, tras la derrota de Constantinopla y el avance de los turcos que habían sido convertidos al islam hacia Europa Occidental y Oriental, donde la iglesia tomo un gran poder, usado, entre otras cosas, para liberar los “lugares santos” del avance musulmán. Debido a este hecho, se iniciaban las cruzadas.

Los templarios fueron desplegados por el papado en diversas misiones, entre las cuales, era la de proteger a los peregrinos cristianos que recorrían Europa para llegar a lugares santos como Jerusalén. Los peregrinos transportaban diversos bienes, incluyendo algunos de importante valor, por lo tanto, debido a la peligrosidad del viaje dada las cruzadas, donde además de su vida también estaba en peligro sus pertenencias, los templarios ingeniaron un cierto sistema fiduciario, donde el peregrino podía realizar un depósito en la iglesia de Londres y retirarlo en “tierra santa” como Jerusalén. De esta manera, sus bienes se encontraban bajo depósito de la iglesia, la cual los transportaba mediante los caballeros templarios a los lugares de “tierra santa” para una vez allí poder devolvérselo a sus dueños, pero mientras, en el viaje, sus dueños no tenían posesión, pero si tenían la propiedad de dichos bienes, dado el escrito contractual otorgado por la iglesia, lo que les facilitaba realizar prácticas de comercio. Dicha forma contractual facilitó que el bien bajo depósito siguiera bajo custodia de la iglesia, lo que llevó a la iglesia a realizar una gestión de dichos depósitos, otorgando préstamos y realizando inversiones inmobiliarias.

Las cruzadas continuaron durante 200 años, aunque en algunos lugares de Europa se prolongaron hasta el siglo XV, al comienzo del renacimiento.

En la Italia del renacimiento, los lugares predominados por la iglesia cristiana como Venecia, Florencia, Génova... disfrutaban de una abundante riqueza, la cual había sido obtenida, dada las cruzadas. Debido a dicha riqueza y las bases de la gestión de los depósitos establecida por la iglesia en las cruzadas, se desplegaron desde Italia casas de préstamos por Europa, las cuales, también eran financiadores de reyes y gobiernos, dando comienzo a la banca.

### **1.1.2 – La modernización de las finanzas, la Suecia del siglo XVII**

Con el desarrollo de las sociedades, la banca surgida en la época del renacimiento fue desarrollándose y adaptándose a dichas sociedades. De esta forma, la banca basándose en sus depósitos fue creando diferentes instrumentos y mecanismos para financiar tanto a gente corriente como a reyes, nobles...

Tras el renacimiento, en el siglo XVII el sistema financiero se había quedado muy anticuado y poco dinámico, debido a que era muy arduo el transporte del dinero, lo que provocaba dificultades en el comercio.

En 1642, al llegar la paz tras un periodo de guerras, Suecia se encontraba con una reducida cantidad de oro y plata junto a que su moneda, el dáler, que estaba acuñada en grandes bloques de cobre y unas pocas monedas de platas, causaba grandes problemas con la reducida cantidad de plata



en Suecia, a lo que hay que añadir los problemas para comerciar dado el peso del dólar. Dadas las circunstancias las finanzas de Suecia se encontraban muy anticuadas, lo que le causaba graves problemas.

Un comerciante de origen Holandés llamado Johan Palmstruch observó las circunstancias de las finanzas de Suecia, lo que le llevó a convencer al rey Carlos X Gustavo para que le autorizase a crear el banco de Estocolmo en 1656, en el cual, gran parte de los beneficios irían a la corona.

Johan Palmstruch basándose en la práctica de los bancos Holandeses, decidió salvaguardar en depósito los pesados dólares y otorgar un billete que daba el poder de reclamar el depósito en dólares. Dichos billetes fueron aceptados por la población como método de pago, ya que facilitaba en gran medida el comercio, dando origen al dinero representativo, dando lugar a una economía más dinámica y solucionando los problemas que arraigaba la economía de Suecia.

En 1660 con la muerte del rey Carlos X Gustavo se produjeron cambios institucionales, conllevando por parte del gobierno el acuñar la moneda dólar con nuevos lingotes de cobre de menor pureza, provocando que la población sueca decidiera guardar en su propiedad sus dólares con un cobre de mayor pureza y utilizar el nuevo dólar con cobre de menor pureza, lo que causó un pánico bancario, dado que la población acudió a retirar del banco de Estocolmo (gestionado por Johan Palmstruch) los dólares que tenían depositados mediante los billetes en su propiedad, pero el banco de Estocolmo no tuvo bastante cantidad de dólares. Ante tal problema, como solución Johan Palmstruch decidió crear unos nuevos billetes (los Kreditivsedlar) que desvincularan los billetes del banco de Estocolmo respecto a los depósitos en salvaguarda que tenía el banco, dando nacimiento al dinero fiduciario en Europa.

Con los años Suecia experimentó un nuevo fenómeno llamado “inflación”. En 1667 con un periodo de crisis económica, el banco de Estocolmo no pudo hacer frente a los compromisos que tenía respecto al Kreditivsedlar y quebró, conllevando graves consecuencias para la economía de Suecia, dadas las circunstancias, Johan Palmstruch fue condenado inicialmente a muerte aunque más tarde el gobierno decidió perdonarle la pena de muerte y dejarlo en prisión, dado que el gobierno realizó una evaluación y analizó el poder y los beneficios que tendría para el país un banco con una gestión correcta basado en un sistema fiduciario, por lo tanto, el gobierno decidió crear en 1668 con el nombre de “banco de los estados de Suecia” el primer banco central de la historia donde se le otorgó exclusivamente la emisión de billetes. Años más tarde se le cambió el nombre por el de banco central de Suecia, aunque no fue hasta 1694 cuando entró en funcionamiento lo que a día de hoy conocemos como un banco central, concretamente en Inglaterra.

### **1.1.3 – El banco de Inglaterra como base de los bancos centrales**

Desde el inicio del siglo XVII, Inglaterra vivió diversos estallidos de guerras (contra España y Francia), conllevando al país a un clima hostil e inseguro, lo que causó temor en las poblaciones locales ante posibles delitos como el robo. Dadas las circunstancias por las que atravesaba el país los mercaderes no se sentían seguros para salvaguardar su dinero, así que los mercaderes depositaron su dinero a un interés próximo a cero en los orfebres. Los orfebres además de intercambiar monedas empezaron a conceder préstamos, de esta forma, los orfebres obtenían moneda de los mercaderes a un tipo próximo a cero y prestaban a elevados tipos de interés, conllevando a obtener una gran cantidad de dinero por parte de los orfebres en un periodo corto de tiempo, lo que hizo notar a los orfebres el gran negocio que tenían entre las manos, llevando a dichos orfebres a crear las primeras instituciones bancarias del lugar. En dichas instituciones la población depositaba su dinero y a cambio se le otorgaba una nota, llamada “Goldsmiths notes”, que fue aceptado por la población como papel moneda.

Los orfebres habían concedido préstamos al gobierno, pero no fue hasta 1660, después de la muerte de Oliver Cromwell (fundador de la Commonwealth of England) y la ocupación del trono por parte de Charles II, cuando se empezó a normalizar la concesión de préstamos de forma más frecuente de los orfebres (banqueros) a los gobiernos. Debido a la situación de guerras tanto el gobierno como el rey decidieron tener un fuerte ejército, pero para mantener dicho ejército se utilizaba como uno de los mecanismos la financiación bancaria, pero a pesar de diversas leyes establecidas en el pasado en las que se implantaban mecanismos ante los tipos de interés usureros, los banqueros empezaron la concesión de préstamos al gobierno con un tipo de interés del 6%, incrementando dicho interés hasta llegar al 12%, junto con el gran gasto militar, principalmente en la guerra contra Holanda, conllevó a la bancarrota del gobierno de Inglaterra y dado que dichos préstamos al gobierno fueron concedidos sobre la base de los depósitos que los mercaderes habían otorgado a los banqueros, supuso que los mercaderes no podían acceder a sus depósitos para hacer frente a los pagos u obligación que tenían, acarreando la quiebra de muchos mercaderes y algunos banqueros. En virtud de la situación por la que pasaba el país, tanto el gobierno como el rey tenían que dar solución a la situación del país, donde el rey aseguró a los banqueros que sus pagos se realizarían, acto que se pudo realizar tras el tratado de Dover entre Francia e Inglaterra, haciendo volver el dinero a los bancos, por lo tanto, los bancos recuperarían sus depósitos. Aún con el problema de los depósitos solucionado, la base del problema del sistema financiero seguía sin ser solucionada, dado que seguían habiendo unos tipos de interés usureros.

Tras la revolución de 1688, sobre la base de diversos estudios sobre una banca central y dadas la necesidad del país sobre la mejora y modernización del sistema financiero, el rey William III, posteriormente de tener reuniones con varios banqueros, decidió crear el banco de Inglaterra bajo el nombre: «gobernador y la compañía del banco de Inglaterra», de carácter privado hasta su nacionalización en el año 1946.

La instauración como institución del banco de Inglaterra, bajo las leyes que regulaban sus competencias y funcionamiento, ayudaría acabar con los tipos de interés usureros, incrementar el comercio y fortalecer el papel moneda, dado que se emitía bajo la firma e insignia del propio banco, dando lugar al inicio de lo que hoy conocemos como banca central.

Con los acontecimientos históricos acaecidos en el transcurso de los años y el desarrollo de las necesidades sociales, se fundaron bajo la forma de instituciones basadas en el banco de Inglaterra los bancos centrales de los países de la Europa de hoy en día, a través de la secuencia:

- |                              |                             |                                |
|------------------------------|-----------------------------|--------------------------------|
| - Banco de Suecia: 1668.     | - Banco de Inglaterra: 1688 | - Banco de España: 1782.       |
| - Banco de Francia: 1800.    | - Banco de Finlandia: 1812. | - Banco de Países bajos: 1814. |
| - Banco de Austria: 1816.    | - Banco de Dinamarca: 1818. | - Banco de Portugal: 1846.     |
| - Banco de Bélgica: 1850.    | - Banco de Bulgaria: 1879.  | - Banco de Rumanía: 1879.      |
| - Banco de Italia: 1893.     | - Banco de Estonia: 1919.   | - Banco de Letonia: 1922.      |
| - Banco de Hungría: 1924.    | - Banco de Grecia: 1927.    | - Banco de Irlanda: 1943.      |
| - Banco de Alemania: 1957.   | - Banco de Chipre: 1963.    | - Banco de Malta: 1968.        |
| - Banco de Croacia: 1990.    | - Banco de Eslovenia: 1993  | - Banco de Chequia: 1993.      |
| - Banco de Eslovaquia: 1993. |                             |                                |

## **1.2 – La política monetaria en el siglo XX**

### **1.2.1 – La hegemonía en el sistema monetario internacional**

Desde la edad media, los países han desarrollado diversos métodos para hacer efectiva la circulación de un patrón de moneda mixto, componiéndose dicho patrón de un porcentaje de uno o dos metales preciosos y otro porcentaje de papel bancario. Según la decisión de cada país, la moneda tendría un patrón bimetálico<sup>1</sup> o un patrón monometalismo<sup>2</sup>.

---

<sup>1</sup> El bimetalismo es un sistema donde se utilizan dos metales(oro y plata).

<sup>2</sup> Monometalismo es un sistema donde solo se utiliza un metal(la plata o el oro).

En 1717 Isaac Newton era el responsable de la casa de la moneda en Gran Bretaña. Debido a los problemas que daba el bimetalismo y la preferencia del oro respecto a la plata, Gran Bretaña le otorgó el deber a Isaac Newton de implantar un sistema del oro respecto a la libra esterlina, dando nacimiento al sistema clásico patrón oro.

#### **1.2.1.1 – El patrón oro clásico**

Dada la hegemonía de Gran Bretaña, el sistema monometalismo del patrón oro se estableció internacionalmente a mediados del siglo XIX. El sistema de carácter fiduciario no se fundamentaba en algo nuevo, sino en el mero hecho de la convertibilidad<sup>3</sup> del papel moneda en oro, lo que diferenciaba a este sistema de sus predecesores es la introducción de la disciplina jurídica en el que se basaba, que le introducía al sistema una paridad fija con el oro, evitando de esta manera la excesiva emisión de papel moneda. En conformidad, al ordenamiento jurídico establecido, para poder incrementar el papel moneda era necesario contar con mayores reservas de oro, lo que no es nada fácil, dado que se obtenía del comercio con otros países o con el descubrimiento de nuevas minas de oro. Debido a las bases del sistema el patrón oro clásico funcionó internacionalmente entre los años 1870-1914 y el patrón de cambios oro entre los años 1947-1973.

Al establecer internacionalmente un tipo de cambio fijo, ocasionó un reajuste automático de los desequilibrios en las balanzas de pagos, al otorgar estabilidad a los flujos comerciales entre países, conllevando al equilibrio económico internacional.

La cantidad circulante de oro en el sistema venía dada por la cantidad extraída de las minas, por ende, ningún banco central podía incrementarla o reducirla artificialmente, implicando unos resultados en el sistema como un juego de suma cero<sup>4</sup>, a través de su funcionamiento. Cuando un país se encontraba con una balanza de pagos deficitaria, dicho país se encontraría en dificultades de poseer moneda extranjera para sus necesidades comerciales, así que ofrecerá más unidades de su moneda local para la obtención de una unidad de moneda extranjera, devaluando en la práctica su moneda local, pero al existir la convertibilidad respecto al oro, los extranjeros preferían el oro a la moneda devaluada, ocasionando el mecanismo de ajuste y suma cero del sistema. El país deficitario sufriría una reducción en sus reservas de oro, lo que ocasiona automáticamente la reducción del papel moneda, conllevando la restricción del crédito y el incremento del tipo de interés, ocurriendo la situación contraria para un país en superávit de su balanza de pagos. Siendo importante que se

---

<sup>3</sup> Fundamento iniciado por un banco central en 1656 e ideado por Johan Palmstruch.

<sup>4</sup> La cantidad establecida en el juego está dada, lo que gana uno lo pierde otro y viceversa.

siguieran las reglas del sistema, dado que si un país en superávit guardaba su incremento de oro, pero no aumentaba su papel moneda en circulación, ocasionaba que el país en déficit soportara toda la carga del reajuste, al no circular más papel moneda en el país en superávit para beneficiar los intercambio comerciales.

El sistema que juntaba la libre movilidad de capitales junto con un tipo de cambio fijo, ocasionaba que dada la paridad de intereses, el tipo de interés doméstico sea igual al tipo de interés exterior, conllevando a que los países perdieran la autonomía de su política monetaria, enfrentándose al problema del trilema, impidiendo a los países controlar ellos mismos el tipo de interés.

### **1.2.1.2 – La reestructuración de la hegemonía del sistema monetario internacional**

#### **1.2.1.2.1 – La primera guerra mundial**

Al inicio del siglo XX Europa se dividía en los dos bloques de la triple alianza(Alemania, Austria-Hungría e Italia) y la triple entente(Francia, Rusia y Reino Unido), los cuales estaban enfrentados entre sí. El día 28 de junio de 1914 el archiduque Francisco Fernando de Austria(heredero a la corona del imperio Austrohúngaro) se encontraba de visita en Sarajevo (capital de Bosnia), con un recorrido previsto que realizar, pero en un punto del recorrido se encontraban jóvenes militares bosnios(pertenecientes a la organización revolucionaria secreta “Mano negra” de Bosnia) esperando para atentar contra el archiduque, pero llegado el momento, el atentado fue fallido y aunque provoco heridos, no supuso ningún daño contra el archiduque. Tras el suceso acaecido el archiduque decidió visitar a la población herida en el hospital, pero el conductor del vehículo se equivocó de calle, donde desafortunadamente se encontraba Gavrilo Princip(nacionalista serbio-bosnio), el cual saco una pistola y asesino al archiduque Francisco y a su mujer Sofía. Este suceso ocasionó la crisis de julio, donde se llevaron a cabo de forma muy intensa, reuniones diplomáticas entre la triple alianza y la triple entente para averiguar si miembros del gobierno Serbio estaban relacionados con dichos asesinatos, tal eran las sospechas de que sí, que Austria-Hungría envió a Serbia el día 23 de julio un ultimátum, donde se estipularon diez demandas que se sabían que eran inaceptables para Serbia, así que el día 25 de julio Serbia contesto al requerimiento Austrohúngaro, indicando que aceptada todas las demandas salvo una, la de aceptar la entrada en Serbia a una delegación de Austria para investigar los asesinatos, así que el día 28 de

julio el imperio Austrohúngaro declaró la guerra a Serbia, lo que impulsó a romper las tensionadas relaciones entre las alianzas, impulsando a los países miembros a vincularse en la guerra.

La guerra que acababa de iniciarse no solo sería en Europa, sino que se extendería por todo el resto del globo terrestre, aunque si fue de mayor intensidad en Europa. Fue un periodo caracterizado de largo y muy destructivo, en conformidad a la destrucción de capacidad productiva, tanto de capital físico como de capital humano. A raíz de significativa destrucción, los países no podían financiar los gastos de guerra solo con impuestos, dado que los mayores recaudadores eran Gran Bretaña y EE.UU y solo recaudaban en impuestos el 25% del gasto, llevando a los gobiernos integrados en guerra a monetizar la deuda para sufragar los gastos.

Salvo Reino Unido<sup>5</sup>, los países abandonaron el patrón oro clásico que hasta la fecha había otorgado prosperidad internacionalmente. En resumen, el patrón oro clásico se fundamentaba en la confianza otorgada por el ordenamiento jurídico, que estableció la paridad de la convertibilidad, llevando a la ciudadanía a confiar en el papel moneda como medio de pago, dado que en cualquier momento podía ser convertido en oro, pero con el inicio de la guerra se fracturó la confianza. Al igual que el sistema fiduciario, el patrón oro, se apoyaba en el sistema de crédito como máquina necesaria para su funcionamiento y el crédito también está basado en la confianza, así que en un periodo de guerra, donde la confianza esta quebrada, no es inusual que el sistema patrón oro fuera ineficaz.

Dada la ineficacia del sistema y que la cantidad de oro estaba dada por los recursos naturales, los gobiernos con la monetización de la deuda, pulverizaron el sistema patrón oro clásico. Dado que con monetización, lo ocurrido era que el gobierno emitía todo el dinero que necesitaba para sufragar los gastos de guerra mediante deuda y el banco central del país compraba dicha deuda, creando tanto papel moneda como fuera necesario, causando la devaluación de dicha moneda, aun cuando la mayor parte de la actividad económica estaba siendo destruida por la guerra, ocasionando cada periodo una mayor inflación, dado que el papel moneda crecía a tasas muy superiores a las reservas de oro y de la actividad económica que solo crecía en Reino Unido y EE.UU. Este hecho ocasionó, que la población acudiera a exigir el cambio del papel moneda en posesión por el oro correspondiente, antes de que la moneda local se devaluara aún más. En resumen, los gobiernos abandonaron el sistema del patrón oro clásico para hacer frente a la guerra, debido a la destrucción de la confianza proveniente de dos vertientes, la monetización de la deuda y la incertidumbre creada por la propia guerra.

---

<sup>5</sup> En teoría UK no salió del patrón oro, pero en la práctica se pusieron grandes restricciones a la convertibilidad en oro, por lo tanto, se puede indicar que en la práctica UK salió rápidamente del patrón oro.

#### **1.2.1.2.2 – El patrón cambio oro**

El 11 de noviembre de 1918 finalizó la primera guerra mundial con la victoria de la triple entente (Reino Unido, Francia, EE.UU...), pero el sistema monetario y económico internacional estaba destruido. Tras la cumbre de la conferencia de paz de París en 1919, donde se firmó el tratado de Versalles, entre otros tantos, quedaba clara la necesidad de una estabilidad económica y monetaria internacional, donde ningún país dudaba de la vuelta al patrón oro. Para que un país volviera a establecer el sistema del patrón oro debía de tomar ciertas medidas, como es el levantamiento de los controles de capitales y fijar una nueva paridad respecto al oro, pero en dicha paridad es donde surgieron la mayoría de problemas.

En 1919 las reservas de oro en la gran mayoría de países era muy escasa, en cambio en 1918 EE.UU poseía el 40% de las reservas del oro mundiales, esta circunstancia dificultaba la vuelta al patrón oro clásico por parte de la mayoría de países, con excepción de EE.UU que además había pasado de tener una balanza de pagos deficitaria a un país con superávit después de la guerra, mientras la gran mayoría del resto de países habían pasado a ser prestatarios de EE.UU, conllevando a que las pocas reservas de oro que les quedaban a esos países, estaban comprometidas con sus deudas ante EE.UU, lo que agravaba la situación de dichos países para la vuelta al patrón oro, lo que sin embargo, no fue nada difícil para EE.UU.

La economía estadounidense pudo volver sin tener dificultades significativas al patrón oro, incluso a una paridad como la establecida antes de la guerra, aun cuando sufrió una leve crisis deflacionaria en 1920-1921, que fue superada rápidamente dada la flexibilidad de los precios y salarios estadounidenses, aunque ante tal dificultad, establecida por la escasez de oro, en el resto de países no se produjo la misma circunstancia. Los países debían de establecer una paridad posguerra que devaluaba la moneda, respecto a la paridad de la preguerra, lo que causaba grandes rechazos por parte de la ciudadanía. Al respecto y dado que el dólar estadounidense era la única moneda al comienzo de los años 20 ligada realmente al oro, los gobiernos de dichos países decidieron buscar la estabilidad monetaria respecto al dólar estadounidense y no del oro. Los bancos centrales de los países que tomaron relevante decisión, empezaron a guardar como reserva el dólar y algo de libras y dado que EE.UU tenía la mayor cantidad de reservas de oro mundiales, el dólar estaba vinculado en última instancia al oro, mientras que el resto de divisas lo hacían al dólar, lo que produjo el nacimiento del patrón cambio oro.

Sin embargo, no todos los países tomaron las mismas actuaciones monetarias, dado que debido al carácter y la supremacía que Reino Unido había disfrutado a lo largo de ciertos siglos antes de la

primera guerra mundial, hizo que actuaran de manera diferente al resto. Hasta la entrada de la primera guerra mundial, Reino Unido disfrutaba de ser el eje hegemónico en la economía internacional, pero al finalizar la primera guerra mundial, el eje hegemónico de la economía internacional paso a ser Estados Unidos, perdiendo dicho puesto Reino Unido. Debido a este hecho, Reino Unido tenía como pensamiento, que dicha circunstancia era transitoria y no permanente, por lo tanto, en cuanto volviera la estabilidad monetaria al sistema, Reino Unido volvería a tener la hegemonía económica mundial. En conformidad a ese pensamiento, Reino Unido desoyó ciertas voces como la de John Maynard Keynes, llevando a su entonces secretario de hacienda Winston Churchill a tomar la decisión en abril de 1925 de volver al patrón oro con la misma paridad de preguerra, conllevando a Reino Unido a tener graves problemas, dado que en vez de realizar una devaluación de la libra, lo que realizó realmente al implantar la misma paridad de la preguerra fue una apreciación y debido a que la libra había sido fuertemente devaluada con la monetización de la deuda en la primera guerra mundial, conllevó en última instancia, a una alta tasa de desempleo y a tensionar las reservas de oro del banco de Inglaterra.

Desde 1921 se produjeron dos áreas económicas a diferentes velocidades, por un lado la zona de Europea y por otro EE.UU. Tras los acuerdos alcanzados de posguerra, Europa tenía grandes dificultades económicas, en especial Alemania, la cual había quedado obligada a reparar los daños de guerra a través del tratado de Versalles, mientras que EE.UU se había convertido en una potencia, que atravesaba un periodo de expansión económica que junto con la devolución de los créditos que había otorgado durante la guerra, EE.UU debería de haber tenido una balanza de pagos deficitaria, pero ocurrió lo contrario, EE.UU tenía una balanza de pagos con superávit, hallándose él mismo en la necesidad de financiar, lo que daba la imagen de una Europa incapaz de sobreponerse y avanzar en su propio desarrollo, dado el contexto de profunda depresión que atravesaba el continente.

Al producirse el Crac del 29 en la bolsa de Nueva York, la economía de EE.UU pasaba de una gran época de expansión a una de las peores crisis, produciéndose masivas quiebras por todo el país. Dado que EE.UU en la década de los años 20 había sido financiador internacional, principalmente a Europa, rápidamente al producirse el Crac del año 29, EE.UU procedió a la repatriación de todos los recursos del exterior, empeorando en mayor medida la situación en Europa. En 1931 estalló la crisis en Austria, dado que el banco Creditanstalt quebró en mayo de 1931, donde dicho banco mixto<sup>6</sup> por orden gubernamental debía de sostener mediante créditos a ciertas empresas, llegando a tener el 70% de su crédito en situación incobrable, iniciándose la quiebra del sistema crediticio del

---

<sup>6</sup> Banco que poseía una parte el capital público y otra parte el capital privado.



país, lo que llevó a una situación de pánico bancario, introduciendo la crisis a los bancos Húngaros y llegando a Alemania, la que en un solo mes perdió la mitad de las reservas de oro que tenía.

Aún con el intento de ayuda de EE.UU, por parte del presidente Hoover de otorgar a Alemania una moratoria para el pago de las reparaciones de guerra y un préstamo que no tuvo éxito, la crisis bancaria se trasladó desde Alemania al resto de Europa, comenzando una gran rivalidad para la obtención de oro, provocando al banco de Inglaterra graves problemas por sus modestas reservas de oro que junto con la mala situación económica que atravesaba Inglaterra, provocó que el 21 de septiembre de 1931 Gran Bretaña abandonaba el patrón oro, siguiendo EE.UU dicha decisión de abandono del patrón oro en 1933. Alemania no podía abandonar el patrón oro dado las imposiciones impuestas en el tratado de Versalles.

#### **1.2.1.2.3 – La segunda guerra mundial**

Bien entrada la crisis del 29, los países de Europa y EE.UU empezaron actuar con autarquía, levantando barreras arancelarias y aplicando medidas individualistas, lo que implicó una evolución de las economías de manera desigual. Siendo trascendente la economía Alemana<sup>7</sup>, donde su canciller Heinrich Brüning aplicó una política económica y monetaria muy restrictiva, dañando en mayor medida la situación económica de los ciudadanos de Alemania. A raíz de la situación de malestar que acaecía en las calles, en 1933 Hitler como presidente del partido nacionalsocialista obrero Alemán, tomó el poder de Alemania, al ganar el partido las elecciones con una gran mayoría.

Hitler tenía muy presente las restricciones bajo las que había quedado Alemania, entre las que figuraba que el país no podía abandonar el patrón oro establecido, dado dicho establecimiento, el gobierno nazi ideó un sofisticado sistema para incrementar el desarrollo económico Alemán. Se estableció como medio de pago de empresas y bancos los “certificados de crédito”, evitando que se utilizaran para el consumo y así evitar las restricciones del tratado. Dichos certificados dieron muy buenos resultados económicos y la economía empezó a fluir, así pues, Hitler canalizó la entrada de dinero hacía inversiones productivas como la construcción, el transporte y la fabricación(fundando, entre otras, la empresa Volkswagen), la coyuntura económica había cambiado en Alemania, dadas las medidas tomadas por el gobierno nazi, acarreando la reducción y control de la inflación y la significativa reducción del desempleo.

---

<sup>7</sup> La república de Weimar.

En la opuesta coyuntura económica se encontraba EE.UU que aun cuando se habían tomado medidas de índole muy importante, implantando políticas de carácter estructural en diversos sectores como la política financiera<sup>8</sup>, agraria, industrial y social junto con programas de gasto públicos como el New Deal, no lograba salir de la grandísima crisis en la que se hallaba el país.

En el otro lado del Atlántico, en Alemania, Hitler en 1936 empezó el rearme y el 1 de septiembre de 1939 comenzó la segunda guerra mundial cuando Hitler anunció la invasión de Polonia, conllevando el consiguiente avance del nazismo, a través de la invasión de ciertos países europeos.

Conforme avanzaba la guerra, el bando de los aliados<sup>9</sup> iba perdiendo fuerza en todos los aspectos, requiriendo ayuda con urgencia, lo que llevó en el verano de 1940 a gran bretaña a liquidar sus inversiones en el extranjero, pero fueron unos recursos escasos. Dada la situación de los aliados y el avance del nazismo, en marzo de 1941 el congreso de los estados unidos aprobó una ley para otorgar a los beligerantes ayudas de guerra sin contrapartida, con el propósito de evitar los errores pasados con el pago de las reparaciones.

En mayo de 1941 una delegación de Reino Unido, encabezada por Keynes, fue enviada a EE.UU para negociar un plan de ayudas, pero dadas las discrepancias la negociación se prolongó más de lo esperado, debido a que los americanos querían que el acuerdo naciera con naturaleza certera de que al finalizar la guerra, la economía de gran bretaña sería liberalizada y volviera al patrón cambio oro, pero Keynes fundamentaba que tras los graves desequilibrios acaecidos durante la guerra, la economía de su país quedaría bajo significantes desequilibrios, necesitando ciertos controles, lo que hacía que la delegación comandada por Keynes no suscribiera inicialmente el acuerdo con los Estadounidenses. En virtud de las negociaciones, se suscribió la carta atlántica, donde se constituía que tras la guerra quedaría instaurado un orden de multilateralismo, de cooperación, eliminar prácticas discriminatorias y reduciendo barreras arancelarias con el fin de incrementar de forma notable la producción, el empleo y los intercambios. En conformidad al acuerdo, en febrero de 1942 se aprobó el Mutual Aid Agreement, integrado por un plan de ayudas(ley de préstamo y arriendo) con un importe de 50.100 millones de dólares estadounidenses de 1942. Aunque EE.UU siguió aportando otros programas de ayudas al bloque de aliados durante la guerra, como fue el programa UNRRA(United Nations Relief and Rehabilitation Administration),

---

<sup>8</sup> Se reorganizó la FED, se creó el fondo de garantía de depósitos, además de la creación de varias agencias reguladoras, entre la que se encontraba, la SEC(comisión del mercado de valores).

<sup>9</sup> Inicialmente formado por Francia y Reino Unido, aunque más tardes se unieron otros países como EE.UU y la Unión soviética.

que llevó unos 4.000 millones de dólares estadounidenses en ayudas alimenticias desde 1943 hasta 1947.

Aun cuando EE.UU había proporcionado diversos programas de ayudas al bando aliado, no fue hasta el 7 de diciembre de 1941 con el ataque Japonés en Pearl Harbor, cuando Estados Unidos empezó a salir de la gran crisis que atravesaba, mediante la puesta en marcha a toda velocidad de su sector de guerra, adentrándose EE.UU en la segunda guerra mundial en 1942, lo que proporcionó un claro punto de inflexión en la guerra.

Con la finalización de la segunda guerra mundial el 9 de mayo de 1945, donde el bando aliado había salido vencedor, Europa se quedó destruida en la gran mayoría de aspectos, superando con creces las horribles cifras de la primera guerra mundial.

Entre 1945 y 1947 Europa occidental era incapaz de salir por sí sola de la coyuntura desoladora que acarreaba cada vez una peor situación. Al terminar la guerra dichos países europeos se involucraron rápidamente en el resurgir de Europa, dado que por lo general la capacidad productiva no había sido destruida, pero el contexto de posguerra internacional implicó una gran adversidad para la recuperación productiva, a lo que añadir que Europa era pobre en materias primas necesarias tanto para la reconstrucción como para la exportación (obteniendo divisas extranjeras) y habían perdido las reservas que tenían para financiar la importación de las necesitadas materias primas, ocasionando un círculo difícil de romper. Con el avance soviético, EE.UU se percató de que Europa podía quedar bajo el gobierno soviético, por lo tanto, se quedaría sin el principal socio comercial, ocasionando graves problemas al sistema económico estadounidense, lo que llevó a EE.UU al establecimiento en Europa de un gran plan de ayuda de reconstrucción, anunciado el 5 de junio de 1947 por George Marshall, en su conferencia de la universidad de Harvard. El programa de ayuda llamado “European recovery program”, introdujo el multilateralismo, con el objetivo de que los países Europeos recuperaran su producción, a través de dotar de medios a los países Europeos con una balanza de pagos deficitaria.

### 1.2.2 - El sistema de Bretton Woods

En el transcurso de la II guerra mundial y tras el acuerdo de la carta atlántica, tanto Harry White como Keynes, habían seguido profundizando en sus respectivos estudios de un mejor sistema monetario internacional. Donde White publicó en 1943 un plan para volver al patrón oro, integrando la creación de un fondo con poder de intervención para sostener los tipos de cambio, en consecuencia, Keynes preparó una contrapuesta al estudio de White, dado que Inglaterra seguía teniendo el pensamiento de que aún le pertenecía la hegemonía mundial y podía negociar de iguales ante EE.UU, pero la realidad es que EE.UU, durante y después de la II guerra mundial había demostrado su supremacía sobre el resto de países, marcando su clara hegemonía mundial, habiendo quedado Reino Unido como potencia secundaria.

En julio de 1944 en la localidad de Bretton Woods se realizó una de las reuniones más importantes de la historia, donde los países pertenecientes a las Naciones Unidas, negociaron y diseñaron lo que sería el nuevo sistema monetario internacional de posguerra, para después ser ratificado en 1945.

Aún con propuestas del resto de países miembros de las Naciones Unidas, los ejes más importantes que conformarían el nuevo sistema, serían negociados por White y por Keynes, donde la supremacía de EE.UU marcaría el rumbo, aún con significativas aportaciones de Keynes. Dadas estas negociaciones se reformuló el sistema de monetario internacional mediante:

- Banco internacional de reconstrucción y desarrollo, llamando más tarde, «Banco mundial».
- Fondo Monetario Internacional, con las tareas de:
  - Supervisar el nuevo sistema de cambio fijo<sup>10</sup>, pero ajustables en una banda de  $\pm 1$
  - Apoyo financiero a países con dificultades temporales
- Patrón Dólar<sup>11</sup>, estableciendo el dólar como divisa de reserva internacional, donde solo el dólar garantizaba la convertibilidad al oro (35 \$ / Onza) y solo los bancos centrales podían hacer dicha convertibilidad.

---

<sup>10</sup> El patrón dólar era un tipo de cambio fijo, pero bajo la autorización del FMI, los países que lo necesitaran podían depreciar/apreciar su moneda respecto al dólar en un  $\pm 1$ , lo que en la práctica lo convertía en un tipo de cambio cuasi fijo.

<sup>11</sup> Aunque el sistema hegemónico fue el patrón dólar, que estableciera el dólar como moneda de reserva y la única divisa capaz de garantizar la convertibilidad al oro, había otras divisas que se ligaban directamente al oro como es el caso de la libra esterlina.

- Control de capitales en el periodo de transición, pero una vez pasara dicho periodo, los países miembros debían de eliminar dichos controles, con el fin de establecer relaciones comerciales y financieras entre dichos países.

En la década de los años 50 la liquidez proporcionada por EE.UU en el sistema internacional fue aceptada por unanimidad, dada la gran necesidad del resto de países para llevar a cabo la reconstrucción y el posterior desarrollo social y económico. En este sentido, Estados Unidos dada la gran cantidad de stock de oro en posesión y su estructura económica, fue el encargado de garantizar la liquidez al sistema internacional, lo que otorgó diferentes reglas de juego para EE.UU respecto al resto de países.

Estados unidos garantizaría la liquidez a través de sistemáticos déficits en su balanza de pagos, dado que no le supondría ningún problema dado su stock de oro y su balanza comercial con superávit, que le otorga la capacidad de financiar al exterior, mediante la compra de activos exteriores y así EE.UU incrementaría sus activos netos respecto al resto de países

De facto, quedaban establecidas las actuaciones de carácter internacional bajo las normas. Dichas actuaciones quedarían controladas, supervisadas y bajo la intervención necesaria de los organismos supranacionales implantados en el sistema, fortaleciendo inicialmente el sistema de una baja discrecionalidad.

En los primeros años de la década de los años 50 se aplicaron controles de capitales de las transferencias financieras relacionadas con la cuenta corriente y con la cuenta financiera, pero a finales de la década de los años 50, ya había transcurrido un tiempo razonable de transición y tal como se estipuló en el artículo XIV del convenio constitutivo de Bretton Woods, los países que tengan certeza de poder mantener su balanza de pagos equilibrada, deberán de levantar las restricciones a los movimientos de capitales, así que con el fin de impulsar el comercio, los países primero levantaron las restricciones a las transferencias financieras relacionadas con la cuenta corriente e intentaron limitar las transacciones en la cuenta financiera para evitar desequilibrios en la balanza de pagos, pero era muy difícil limitar dichas transacciones<sup>12</sup>, así que finalmente en 1958[Bordo (1993)] los países miembros levantaron las restricciones a las transacciones en la cuenta financiera, cumpliendo lo estipulado en el convenio constitutivo de Bretton Woods, así que empezó a funcionar de manera efectiva el sistema monetario internacional diseñado en la localidad de Bretton Woods, denominando el periodo 1944- 1958 como la fase de transición.

---

<sup>12</sup> Los inversores se las ingeniaban para saltar dichas restricciones a través de trucos contables.

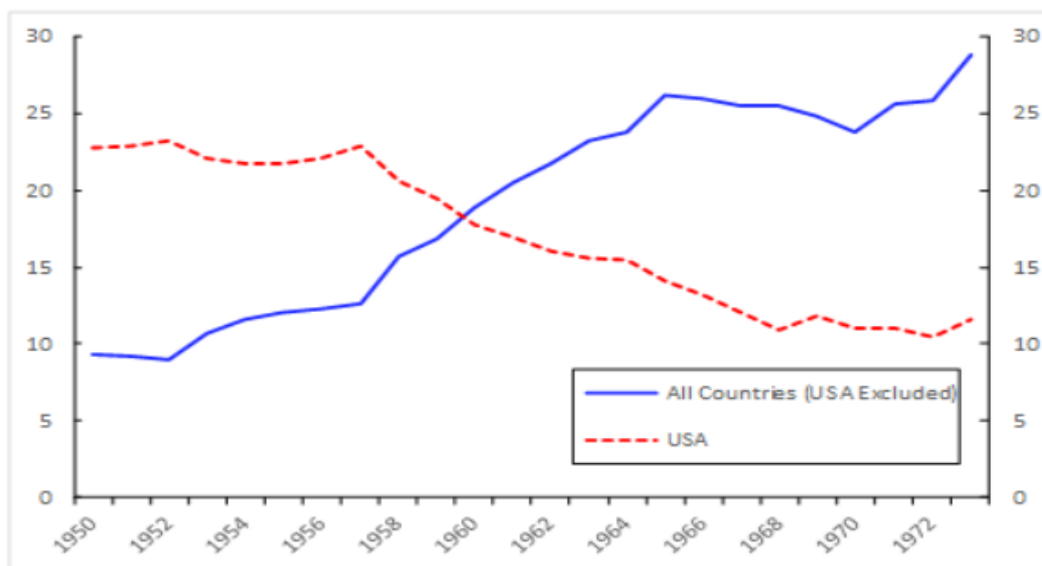
Una vez entrado en funcionamiento el sistema, aún con sus posibles defectos, funcionaría siempre y cuando se acataran las normas bajo las que se fundamentaba el sistema y se anulase cualquier política discrecional contraria a las normas, pero el suceso de la experiencia personal de los banqueros centrales bajo la “memoria institucional”<sup>13</sup> fue un input no introducido en el sistema que conllevó graves consecuencias, dado que tanto un banquero que ha sido formado bajo el funcionamiento del patrón oro clásico como un banco central que había funcionado con dicho sistema, ambos tienen memoria y eso les hizo actuar de forma “relativamente irracional”<sup>14</sup> respecto al momento acaecido con la introducción del S.M.I<sup>15</sup> de Bretton Woods dada su formación y experiencias pasadas, determinando que no actuaron bajo unas expectativas racionales en virtud del momento, aplicando una mala praxis bajo el sistema. De conformidad a la investigación realizada por Eric Monnet y Damien Puy en su estudio sobre el rompecabezas de oro de Bretton Woods, encuentran que al implantarse el sistema monetario internacional de Bretton Woods, los bancos centrales no estadounidenses empezaron a acumular reservas de oro, hecho que enfatiza aún más el binomio “experiencia personal y memoria institucional”, dado que el rendimiento de las reservas en dólares era significativamente mayor al del oro, en consecuencia, que un banco central convirtiera dólares por oro le provocaba un gran coste de oportunidad, además de tensionar el sistema monetario internacional, dado que EE.UU. garantizaba la convertibilidad de dólares a oro, ya que era el mayor poseedor de oro, pero si los demás países guardaban oro en vez de dólares, provocaban la reducción de las reservas de oro de EE.UU., provocando dificultades para mantener la paridad entre el dólar y el oro, suceso que puede comprobarse en el siguiente gráfico 1.

---

<sup>13</sup> International Monetary Fund – Do Old Habits Die Hard?, Central Banks and the Bretton Woods Gold Puzzle, by Eric Monnet y Damien Puy.

<sup>14</sup> Para dichos responsables e instituciones, sobre la base de sus experiencias y formación sus actuaciones fueron racionales y correctas, pero el momento y el sistema que se iniciaba era distinto, convirtiendo que sus actuaciones que anteriormente hubieran sido correctas y racionales ahora serían erróneas e irracionales.

<sup>15</sup> Sistema monetario internacional.



**Note:** The 37 non-US countries cover 94% of gold reserves held outside of the US over Bretton Woods on average. Country names are reported in Appendix. Source: International Financial Statistics

*Gráfico 1 – Fuente: International Monetary Fund – “Do Old Habits Die Hard? Central Banks and the Bretton Woods Gold Puzzle”, by Eric Monnet y Dammién puy.*

Enric y Dammién encuentran que los banqueros centrales no estadounidenses estaban respaldando el dinero en circulación mediante sus reservas de oro, acto que no era necesario en el sistema monetario internacional de Bretton Woods, por ende, dichos banqueros centrales estaban realizando una mala praxis en el sistema. En virtud de dichos actos, la intensidad con la que las reservas de oro respaldaban el dinero en circulación era mayor cuanto más tiempo de su vida hubiese pasado el banquero central en el patrón oro, por ejemplo: Enric y Dammién destacan el caso de Mats Lemne, el gobernador del banco central sueco(1951-1955), y Maurice Frère, su homólogo al frente del banco central de Bélgica(1944– 1957), ya que ambos países habían permanecido más de cincuenta años en el patrón oro, pero en el sistema de Bretton Woods, en el mandato de los dos gobernados, Suecia respaldó su dinero en circulación con oro en un 13%, mientras que Bélgica fue de un 40%, hecho justificado por la “experiencia personal”, dado que Maurice había nacido, formado y trabajado en el sistema del patrón oro, mientras Mats si nació en el patrón oro, pero no se formó ni trabajó en dicho sistema. En consecuencia cuando entro en funcionamiento el sistema de Bretton Woods, la heterogeneidad en la “experiencia personal” les hizo actuar de forma diferente en el sistema.

- Evolución del sector exterior de EE.UU:

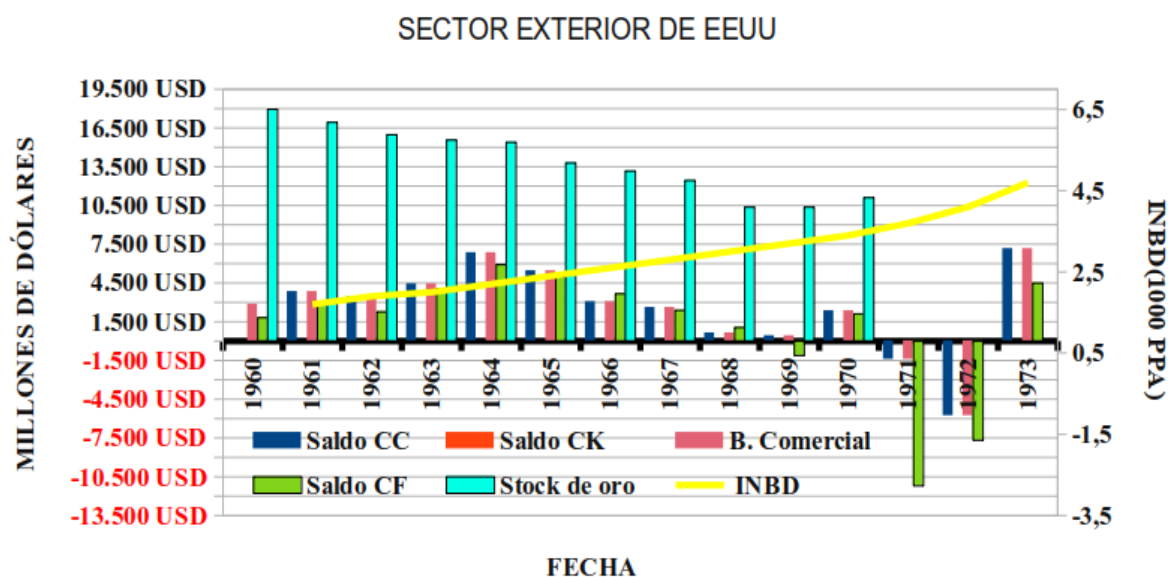


Gráfico 2 - Fuente: Oficina de análisis económico de EE.UU (BEA) y Fred. Elaboración propia

En 1960 el stock de oro de EE.UU.(17.954 millones de \$) era superior a los pasivos del exterior, reflejando la fortaleza de EE.UU para seguir garantizando la convertibilidad, pero aun así, EE.UU sufrió una reducción en su stock de oro, lo que hizo que el stock de oro del resto del mundo fuera superior al de EE.UU.

Dada la aplicación sistemática del sistema, en 1964 los pasivos y el stock de oro exterior superaban el stock de oro de EE.UU, por ende, ponía de manifiesto lo argumentado por Robert Triffin<sup>16</sup> acerca de la confianza sobre el dólar.

1ª Condición: Para que un activo ejerza de moneda de reserva y de medio de pago internacional, debe de dar “confianza”.

2ª Condición: Para garantizar la liquidez internacional, se debe de producir una expansión de dólares fuera de EE.UU, vía déficit de la balanza de pagos de EE.UU.

La segunda condición implicará dañar la solidez del dólar y de facto su devaluación, por lo tanto, la segunda condición entra en conflicto con la primera condición del sistema. Triffin argumentaba que al llegar al punto de inflexión en el sistema, las autoridades monetarias de EE.UU, aplicarían una política monetaria restrictiva, que conllevaría una fuerte presión deflacionista en el sistema.

<sup>16</sup> Profesor de la universidad de Yale.



Hasta 1964 la política monetaria y fiscal estadounidense se rigió bajo las reglas, lo que se refleja en su balanza de pagos, donde su balanza comercial y financiera se incrementan, indicando la competitividad exportadora de la economía de EE.UU, implicando la entrada de rentas al país, lo que en última instancia, provoca el incremento del ingreso nacional bruto disponible per cápita (INBD ppa), ganando la población de EE.UU mayor capacidad en su renta disponible debido a una inflación controlada entre 1960-1964 (gráfico 3).

- Evolución de la política monetaria y fiscal de EE.UU:

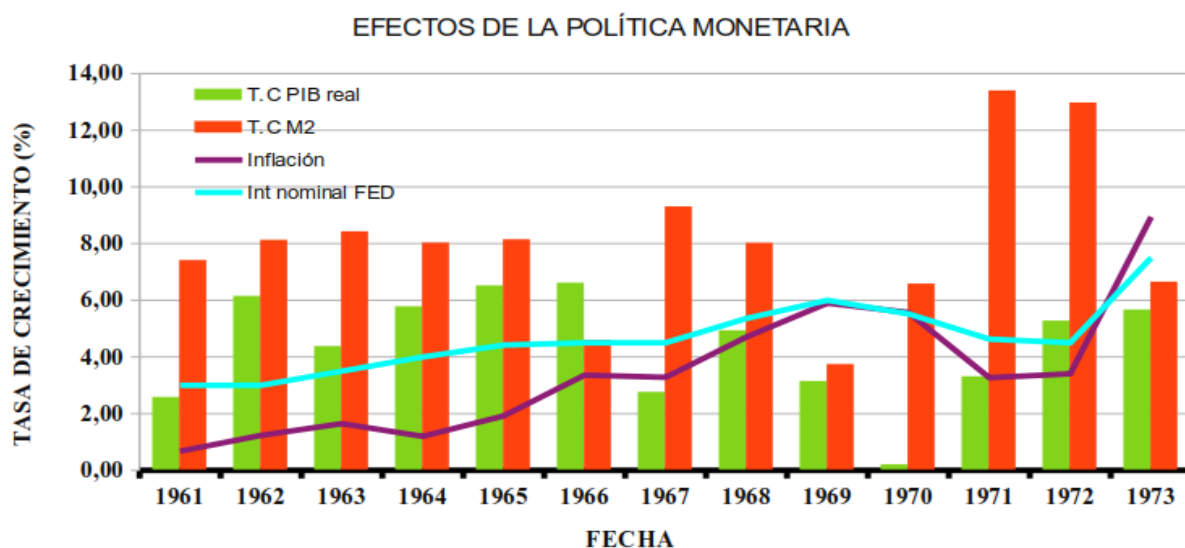


Gráfico 3 - Fuente: Fred. Elaboración propia

Tanto en la administración Kennedy como al inicio de la administración Johnson fue ganando poder la corriente de políticas keynesianas<sup>17</sup> dentro de la administración, lo que condujo en el periodo de ambos presidente a la reserva federal al abandono de las disciplinadas reglas<sup>18</sup>, bajo la que se fundamentaba el sistema de Bretton Woods y se empezó a poner en marcha políticas más expansivas de forma discrecional. La decisión de aplicar dichas políticas no fue causal, ya que tanto Kennedy como Johnson eran del partido demócrata, por ende, estaban a favor de una mayor intervención del estado en la economía, lo que les llevo aplicar significativos programas de gasto público, como fue el caso de la gran sociedad de Lyndon Johnson, de esta forma, el partido demócrata alcanzaría su promesa electoral de mayor empleo, aunque a costa de mayor inflación.

<sup>17</sup> Incrementando la intervención del estado en la economía, con programas de gasto público.

<sup>18</sup> Al ser EE.UU el encargado de proporcionar la liquidez al sistema internacional, debía de ejecutar una combinación óptima de política monetaria y política fiscal, con el fin de poder mantener la garantía de la convertibilidad de dólares por oro, ya que si dicha combinación era discrecional, entonces peligraba la convertibilidad de dólares por oro.

Al aplicar políticas discrecionales, donde la tasa de crecimiento de la masa monetaria era superior a la tasa de crecimiento del PIB real, conllevó a un incremento en la inflación, dado el traslado del incremento dicha masa monetaria al incremento en los precios de bienes y servicios, implicando un encarecimiento de las exportaciones de EE.UU, lo que se tradujo en la reducción de su balanza de pagos(gráfico 2).

Dado el sistema, las consecuencias de dicha política estadounidense se trasladarían al resto de países del sistema mediante el déficit de la balanza de pagos de EE.UU, lo que ocasionó tres problemas:

1º- El ajuste: Dado que no se introdujo ningún mecanismo de ajuste como insistió Keynes, el sistema suponía que mientras EE.UU podía incurrir sistemáticamente en déficit en su balanza de pagos, el resto de países no podían.

Si un país estaba en superávit sufriría una fuerte presión inflacionista que intentaría reducir o eliminar mediante el control de capitales, pero dicho control no era nada efectivo, ya que los agentes económicos se las ingeniaban para saltar el control.

Si un país estaba en déficit, dada la pérdida de la autonomía de la política monetaria y bajo la disciplina fiscal, se reflejó la rigidez de los salarios y los precios en el sistema, implicando el incremento del desempleo y en consecuencia la recesión.

2º – La confianza: Al ser el stock de oro y los pasivos del exterior superiores al stock de oro de EE.UU junto al incremento de la inflación estadounidense provocada por una política discrecional expansiva, conllevó una desconfianza en el dólar por parte del resto de países, dado que todos sabían de su devaluación.

3º- La liquidez: Aún con los problemas que se estaban ocasionando en el sistema por no cumplir EE.UU una disciplina de regla, en 1970 se siguió con una política aún más expansiva debido a la guerra de Vietnam. De facto, EE.UU cruzó el punto de inflexión argumentado por Triffin, donde EE.UU no tomó una política restrictiva, retrayendo liquidez, sino que en 1971 la incrementó de forma significativa, implicando una tasa de crecimiento de la masa monetaria de más del 12% frente a algo más del 2% que crecía el PIB real, al añadir por primera vez una balanza comercial y un saldo de la cuenta financiera negativos, traduciéndose en una fuerte necesidad de financiación de EE.UU.

- Evolución de los bonos federales de EE.UU:

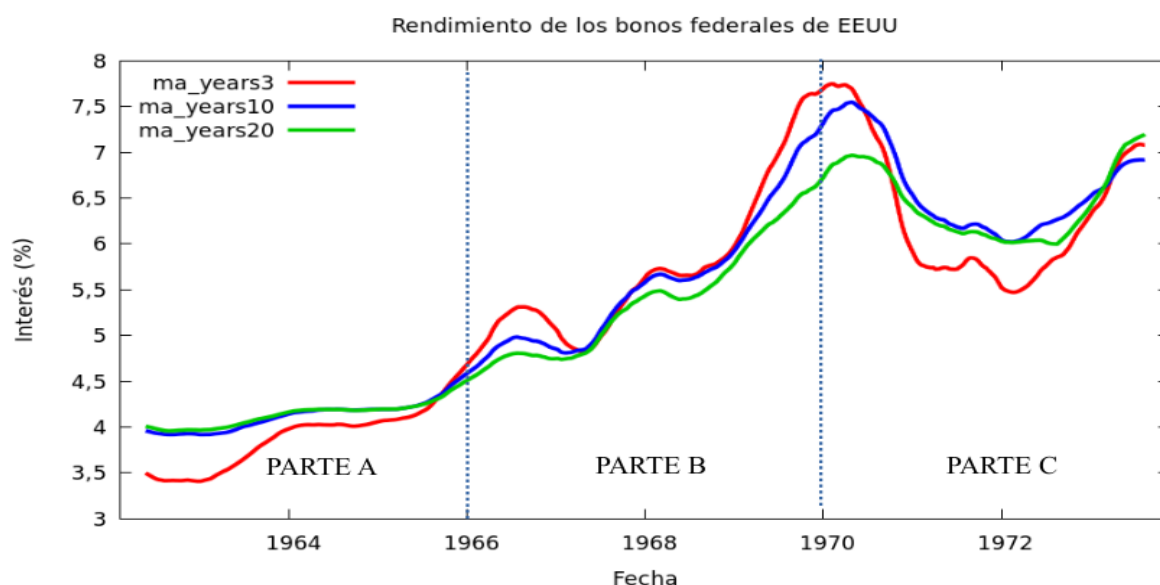


Gráfico 4 Fuente: Fred . Elaboración propia(aplicada media móvil simple de 200 observaciones)

- Parte A (1960-1966):

Con la entrada en funcionamiento efectivo del sistema de Bretton Woods el tipo de interés de los bonos federales cumplía con la teoría sobre la estructura de los tipos de interés, dado que se exigía mayor tipo de interés en el largo plazo que en el corto plazo, a razón de la aplicación de políticas consecuentes con el sistema, logrando en última instancia, una inflación moderada(gráfico 3). Posteriormente, en consecuencia con la política laxa practicada por EE.UU bajo el sistema de Bretton Woods, los tipos de interés de los diferentes vencimientos se van aproximando, reduciendo su diferencial, hasta cruzarse a finales de 1965, por ende, se invierte la curva de tipos de interés, exigiendo mayor interés en el corto plazo que en el largo plazo.

- Parte B (1966-1970):

Tomando como proxy de las expectativas de los agentes económicos la curva de tipos de interés invertida, en conformidad, a la modificación del contexto intemporalidad del dinero que junto con una inflación creciente, supuso que los agentes económicos maximizasen su utilidad consumiendo más hoy(Co)<sup>19</sup> y menos en el futuro, lo que se tradujo en un menor ahorro, que conllevará menor consumo (C1)<sup>20</sup>. En este sentido, el agente económico que

<sup>19</sup> Consumo hoy(momento actual T).

<sup>20</sup> Consumo mañana momento futuro (T+1).

requería de financiación a corto plazo debía de pagar una prima de liquidez, de acuerdo con las expectativas dadas por la inversión de la secuencia del tipo de interés.

Dados los programas públicos de gran envergadura llevados a cabo por la administración Johnson<sup>21</sup>, el estado necesitaba de una gran cantidad de dinero que no era posible cubrir con impuestos, así que se necesitó de financiación, pero las empresas que sobre la base de sus expectativas habían llevado a cabo inversiones en años anteriores para la demanda de bienes y servicios que tendrían en años posteriores, se encontraron que no había los consumidores esperados, dado que ya habían consumido en años anteriores<sup>22</sup>, por ende, su financiación ex-ante procedía de la intervención de la FED (incremento de la masa monetaria, gráfico 3) y no del ahorro neto, por lo tanto, también requerían refinanciar sus deudas a corto plazo. Por consiguiente, la masa monetaria se incrementó significativamente, fundamentando una devaluación del dólar, intensificada a raíz del incremento de la inflación.

- Parte C (1971-1973):

Tras la toma de ciertas políticas por parte de la FED para intentar corregir la situación respecto al cambio de dólares por oro, finalmente en 1971 con una tasa de crecimiento de la masa monetaria disparada por encima del 12%, donde el PIB solo crecía por encima del 2% y una fuerte devaluación del dólar, el presidente Nixon decidió comunicar la noche del 15 de agosto de 1971 el cierre de la ventana de cambio de dólares por oro con el resto de bancos centrales del mundo. Se iniciaba la época del dinero fiduciario, otorgando al dólar un valor legal propio que estaría respaldado por EE.UU.

Siendo el dólar una deuda pagadera en oro, por ende, tras la decisión de Nixon, EE.UU hizo default teórico, dado que impago la deuda contraída durante el sistema de Bretton Woods, quebrando el sistema. Al realizar default teórico el valor de la deuda (dólar) se desploma, acorde a la fractura de la confianza internacional, suponiendo la venta masiva de dólares, desplazándose dicho capital hacia mercados más confiables como los europeos.

De facto, tras la huida del capital de EE.UU y con una Europa ya recuperada, EE.UU contrajo una balanza comercial y una cuenta financiera negativas en 1971 y 1972, reflejando una gran necesidad de financiación, impulsando el inicio a la normalidad en la secuencia de los tipos de interés. EE.UU actuó en 1971 devaluando el dólar un 7,89%,

---

<sup>21</sup> La gran sociedad de Lyndon Johnson y la guerra de Vietnam

<sup>22</sup> En el gráfico 3 se puede observar como el crecimiento del PIB entre los años 1961-1966 es cada vez mayor, en cambio, desde el año 1967 el crecimiento del PIB se reduce y pierde el crecimiento escalonado.

suponiendo una paridad con el oro de 37,76 \$/onza y ampliando las bandas del tipo de cambio desde el 1% al 2,25%. La situación no mejoró para EE.UU, lo que conllevó que en 1973 tuviera que volver a realizar una nueva devaluación del 11,10%, otorgando una paridad de 41,95 \$/onza.

En la reunión del G-10 junto al FMI en Washington en 1973, la desconfianza del resto de países frente al dólar era muy alta, por lo tanto, decidieron no aplicar en ese momento ninguna nueva paridad y dejar a sus divisas fluctuar de forma flexible. Este hecho, con el tiempo se consideró irrevocable, suponiendo la rotura de uno de los pilares del sistema de Bretton Woods, el tipo de cambio fijo.

### **1.2.3 - La arquitectura de Paul Volcker**

#### **1.2.3.1 - Estructurando el sistema**

Tras el shock ocasionado por la quiebra del sistema de Bretton Woods, el sistema monetario y financiero mundial cayó en un gran desorden, conllevando graves desequilibrios, que implicaron consecuencias muy graves para la economía mundial. Sobre la base de dichos desequilibrios, la FED bajo la dirección de Arthur F. Burns actuó en conformidad a su mandato y a su “memoria institucional”<sup>23</sup>. Burns estaba firmemente convencido de que había que controlar la inflación y aunque sentó los cimientos para controlar la inflación, la influencia política y los procedimientos anticuados que utilizaba la FED, distorsionaron su política, realizando sus decisiones sobre información sesgada. Este hecho causó una inflación persistente y muy volátil, debido a que al aplicar decisiones de política monetaria sobre una información sesgada y no actualizada, condujo a que cuando dichas decisiones de política monetaria se materializaban en la economía, no era la política monetaria que realmente necesitaba la economía, lo que agravaba la situación inflacionaria.

Paul Volcker fue nombrado presidente de la reserva federal de EE.UU en agosto de 1979.

Volcker bajo su mandato tenía una clara misión, “lograr el funcionamiento de un sistema monetario internacional fiduciario basado en el patrón dólar”, por ende, debía de volver hacer al

---

<sup>23</sup> Fondo monetario internacional – Do Old Habits Die Hard?, Central Banks and the Bretton Woods Gold Puzzle, by Eric Monnet y Damien Puy. Se denomina “memoria institucional” a la manera de funcionar que tenían establecida tanto los banqueros centrales como el banco central en el sistema de Bretton Woods y que seguía aplicándose en un sistema distinto al de Bretton Woods.

dólar una divisa confiable y valorada, a través de una reducida y controlada inflación, que en última instancia, conllevaría la estabilidad económica.

Volcker no lo tenía nada fácil, pero en su reunión de octubre de 1979 ante el FOMC, logró poner de acuerdo a sus integrantes, implantando las siguientes medidas:

- Control de la inflación, mediante el control de los agregados monetarios<sup>24</sup>, dado que la inflación es un fenómeno monetario.
- Rechazó a compensar la inflación y el desempleo (curva de Philips) como hasta esa fecha se había utilizado, dado que según el momento que acaecía sobre la economía, el partido republicano o el partido demócrata establecían en sus programas electorales una combinación entre inflación y desempleo, pudiendo ser más conservadora (baja inflación y mayor desempleo) o más liberal (mayor inflación y menor desempleo). Una vez que el partido ganador de las elecciones tomaba posesión de su cargo, para poder cumplir su promesa electoral realizaba una política fiscal acorde a su promesa y además realizaba influencia política sobre la política monetaria. Volcker rechazó seguir con dicha influencia política y rompió con el funcionamiento que hasta la fecha había predominado en la política monetaria.
- Comunicación basada en educar a los agentes económicos para que actúen con expectativas racionales sobre los axiomas de Cuthbertson.
  - 1º – Los agentes económicos conocen las especificaciones exactas del modelo reducido que sigue la economía.
  - 2º - Los agentes económicos conocen las ecuaciones de forma reducida y el motivo de variación de las variables exógenas que conforman el modelo.
  - 3º – Introducen toda la información como inputs del modelo económico para lograr un pronóstico.
- Nuevos y actualizados procedimientos operativos para controlar los agregados monetarios.
  - Se actualizaron y se rediseñaron los antiguos procedimientos, por ejemplo, el sistema de mercado abierto.

---

<sup>24</sup> Existió un debate interno en el comité del FOMC, entre Lawrence Roos y Paul Vocker, sobre que agregado monetario utilizar, dado que Roos defendía utilizar la M1 y Paul Vocker la M2. Roos sabía que las decisiones del FOMC necesitaban de una fortaleza unánime, así que aceptó la utilización de la M2.

- Se introdujeron nuevas prácticas para controlar los agregados monetarios, por ejemplo, la independencia política.

Volcker era un líder transformacional, que sobre la base del momento, estableció una meta de política<sup>25</sup>, por encima de todas las presiones políticas recibidas e incluso sabiendo todo el sufrimiento que se ocasionaría en el corto plazo en la ciudadanía. En consecuencia de los shocks de oferta acaecidos durante su mandato, surgieron rumores de que su política era inconsistente y poco realista, no obstante, Volcker argumentó que sus objetivos no vienen del cielo, sino de personas falibles, por lo tanto, pueden no cumplirse. Aun así, él se mantuvo firme y convencido de que su labor se estaba cumpliendo y en el largo plazo las variables volverían o se acercarían a su valor de equilibrio.

Crecimiento acumulado de las principales variables en la época Volcker:

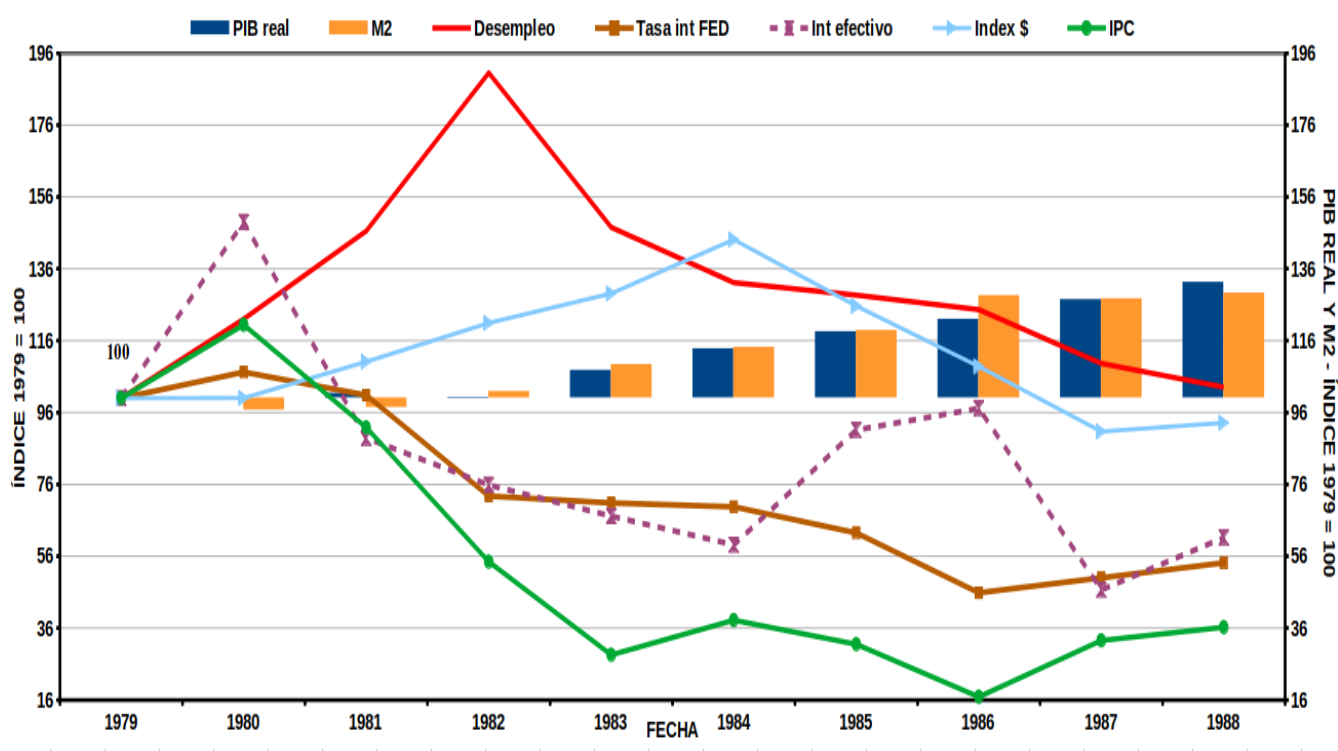


Gráfico 5 -Fuente: Fred. Elaboración propia

<sup>25</sup> Estableciendo cuál sería su política por encima de todo, con el fin de llegar a la baja inflación, que no es lo mismo que establecer una meta de variable objetivo(ancla nominal).

Variable	T.C acumulada 1° año	T.C acumulada 1° legislatura	T.C acumulada 2° legislatura	T.C acumulada total(de las legislaturas)
	1979-1980	1979-1982	1983-1987	1979-1987
Desempleo	22,02 %	90,53 %	- 25,67 %	9,66 %
M2	-3,38 %	1,80 %	16,75 %	27,58 %
Tasa int FED	7,25 %	- 27,25 %	- 29,41 %	- 50 %
Interés efectivo	48,95 %	- 24,17 %	- 30,54 %	- 53,35 %
Índex \$	0,04 %	20,92 %	- 29,76 %	- 9,30 %
IPC	20,39 %	- 45,52 %	14,07 %	- 67,44 %
PIB real	- 0,04 %	- 0,20 %	18,26 %	27,35 %

Tabla 1 - Fuente: Fred. Elaboración propia.

### 1° Año de mandato:

En consecuencia, dado el shock de oferta proveniente del petróleo<sup>26</sup> y de la introducción de la política monetaria restrictiva<sup>27</sup>, el tipo de interés real de EE.UU se redujo a una tasa del - 13,14 %, por ende, los prestatarios tienen mayor capacidad de pago de sus deudas ante los prestamistas, conllevando a que tanto familias como empresas con fondo de maniobra negativo aumenten su capacidad del pago de sus deudas. Este hecho involucra un aumento de la demanda, proveniente tanto del consumo de las familias prestatarias como de la inversión de dichas empresas, por lo tanto, un aumento de la producción de los bienes y servicios que implican ese segmento de demanda. De forma opuesta, las empresas con fondo de maniobra positivo y familias prestamistas o con activos indexados al tipo de interés real, redujeron capacidad de pago, conllevando en ciertos segmentos de bienes y servicios, una reducción de dicho segmento de demanda. Ambos segmentos de demanda, produjeron una leve reducción del PIB real en un - 0,04 % en el primer año de Paul Volcker, dado que todavía cuando ciertos sectores productivos sufrieron gravemente, en otros, ocurrió lo contrario, pero fue insuficiente para evitar el incremento del desempleo, que creció en un año un 22,02 %.

En términos financieros, tras la implicación de Volcker de comunicar su política<sup>28</sup>, logró parar la depreciación del dólar, que junto con un incremento del tipo de interés de la FED del 7,25 %, implicó que sobre la base de la paridad de intereses, los depósitos en dólares fueran atractivos y

<sup>26</sup> Revolución Iraní

<sup>27</sup> Se observa como el incremento de inflación del 20,39 % no viene de la política monetaria, dado que el PIB real disminuye menos que la masa monetaria, sino que dicha inflación viene del shock de oferta del petróleo.

<sup>28</sup> Volcker tenía muy presente que un instrumento poderoso para reducir y controlar la inflación era controlar la psicología inflacionaria perpetuada en la mente de los agentes económicos, por ende, debía de manejar muy bien su forma comunicativa para manejar las expectativas para que dichos agentes se comportarán racionalmente.



confiables, conllevando a la vuelta de la demanda de dólares por parte de los inversores, que habían vuelto a creer en que la FED era creíble.

### **1ª Legislatura**

Fue una legislatura marcada por el shock del petróleo, los controles crediticios por parte de Carter y la política monetaria restrictiva de la FED<sup>29</sup>, que en conjunto implicaron la “muerte súbita” de todos los sectores de la demanda, tanto de familias como de empresas, involucrando una reducción acumulada del tipo de interés real del  $-72,77\%$ . Este hecho implicó una reducción acumulada del PIB real del  $-0,20\%$ , lo que impulsó un crecimiento acumulado del desempleo del  $90,53\%$ , acarreando situaciones muy duras para la ciudadanía.

En términos financieros, Volcker había logrado influir en las expectativas de los inversores, dado que el dólar se apreció a una tasa de crecimiento acumulada del  $20,90\%$ , dada su demanda, pero aun así, para ciertos inversores no sería suficiente, ya que el tipo de interés de la FED se redujo en una tasa de crecimiento acumulada del  $-27,25\%$  contrarrestando el efecto, implicando que algunos inversores fueran reacios a mantener sus depósitos en dólares.

### **2ª Legislatura**

Después de levantar los controles crediticios y la aplicación de una política monetaria más laxa, el PIB real se incrementó a una tasa acumulada del  $18,26\%$ , lo que involucro una reducción del desempleo a una tasa acumulada del  $-25,67\%$ , este hecho, entre otras cosas, viene de dos vertientes, los productos comerciables y los no comerciables<sup>30</sup>. Al levantar los controles crediticios, el consumo y la inversión salieron de la “muerte súbita”, conllevando a ingresos en los comercios locales, a través del incremento de la demanda de sus productos, lo que implica mayor empleo. Por otro lado, al depreciarse el dólar, las exportaciones ganaron competitividad, involucrando mayor demanda del exterior, por ende, mayor empleo doméstico para satisfacer la demanda externa.

En términos financieros, era la primera depreciación significativa por la que atravesaba el dólar bajo el mandato de Volcker, indicando que no había la demanda pensada de dólares, lo que es perjudicial para un sistema monetario internacional Fiduciario basado en el patrón dólar.

---

<sup>29</sup> La FED restringió agresivamente la oferta monetaria, causando un tipo de interés efectivo del  $22\%$  en 1980, dado el incremento interanual del  $48,95\%$  entre 1979 y 1980.

<sup>30</sup> Los bienes y servicios que no pueden ser exportados y los que sí pueden ser exportados.

## **Mandato completo de Volcker**

Volcker logró reducir tanto la volatilidad como las grandes tasas interanuales de la inflación<sup>31</sup>, lo que implicó una estabilidad en el largo plazo, introduciendo un equilibrio en la capacidad de pago entre prestamistas y prestatarios, al conseguir una reducción acumulada del tipo de interés real del 117,44 %, lo que se traduce en un tipo de interés real del 2,34 %, dado el tipo de interés de la FED del 6 % y una tasa del IPC del 3,66 %. Este hecho indica que los prestamistas e inversores obtuvieron al final del periodo de Paul Volcker un mayor incentivo para la concesión de crédito y la inversión que al inicio de su periodo, donde el tipo de interés real era del 0,52 %, dado el tipo de interés de la FED del 11,77 % y una tasa del IPC del 11,25 %. En este sentido, se produjo un crecimiento acumulado del PIB real del 27,35 %, aunque no fue suficiente para evitar una tasa de crecimiento acumulada del desempleo del 9,66 %.

En términos financieros, Volcker logró estabilizar el sistema y hacerlo funcional, sobre la base de un patrón dólar, dada la confianza que logró que se le otorgara al dólar para la supervivencia del sistema internacional Fiduciario.

En definitiva, aún contra toda la corriente, Volcker logró su objetivo, estabilizar la inflación para lograr estabilidad económica y así conseguir crecimiento económico equilibrado en el largo plazo y además dotar al dólar de confianza internacional para conseguir el funcionamiento estable del sistema monetario internacional fiduciario basado en el patrón dólar.

### **El Diseño arquitectónico de Volcker de un banco central en un sistema internacional Fiduciario:**

- Independencia política, credibilidad y reputación para lograr la efectividad de las políticas.
- Variable objetivo la inflación, para lograr la estabilidad económica, donde, en última instancia, conllevaría el crecimiento económico.
- Comunicación e información, introduciendo por primera vez al sistema las expectativas de los agentes económicos.
- Visión en el largo plazo y no en el corto plazo.
- Actuar bajo la disciplina de reglas técnicas.

---

<sup>31</sup> En 1979 la inflación en EE.UU era de 11,25 %, pero posteriormente tras un incremento interanual del 20,39 %, la inflación alcanzo un máximo de 13,54 % en 1980, aún así Volcker logro reducir la inflación a una tasa acumulada entre 1979 y 1987 del - 67,44 %, consiguiendo una inflación del 3,66 % en 1987.

- Procedimientos actualizados e innovadores para evitar informaciones sesgadas y políticas ineficientes o contraproducentes.
- Reuniones del FOMC bajo un ámbito técnico, de moderación y concordia, integrando la importancia de los estudios económicos en sus decisiones.

## **1.2.4 – El sistema de bancos centrales en Europa**

### **1.2.4.1 - ¿Por qué un único banco central europeo si somos distintos?**

Una vez que Europa se encontraba recuperada de la segunda guerra mundial junto con el avance en el proceso de integración de acuerdos, se procede al inicio de la comunidad europea(CE), sobre la base de la paz<sup>32</sup>. En la década de los 60 había surgido la idea de una moneda común, pero ni la jurisdicción lo contemplaba ni las circunstancias internacionales la requería, dado el funcionamiento del sistema de Bretton Woods. Sin embargo, a raíz de los problemas que se iban produciendo en dicho sistema, cada vez empezó a tomarse más en consideración la citada idea, así que, en la cumbre de la Haya en 1969 se presenta el plan Barre<sup>33</sup>, con el fin de poner como objetivo la implantación de una moneda única.

Basado en el plan Barre, nació el informe Werner, que preveía construir una unión económica y monetaria mediante varias fases que durarían en total 10 años. Sin embargo, debido a los desequilibrios en el sistema monetario internacional provocados por la quiebra del sistema de Bretton Woods, el informe no llegó a ser materializado.

La inestabilidad por la que atravesaba el sistema monetario internacional, ponía en cuestión las paridades entre las monedas europeas, lo que añadía graves problemas para el mercado común, ocasionando, dificultades económicas. Dada la coyuntura la comunidad europea tenía que actuar, así que sobre la base de diferentes estudios, en la cumbre de París de 1972, se constituyó la: «serpiente monetaria europea», que permitía la fluctuación controlada de las monedas europeas en unos márgenes estrechos frente al dólar. El mecanismo dio cierta estabilidad, pero su grado de complejidad era tan alto que los problemas no tardaron en llegar, debido a la combinación de los shocks de oferta del petróleo, la debilidad del dólar y las diferentes políticas económicas, el mecanismo descarriló.

---

<sup>32</sup> De conformidad al método Monnet: “la integración económica facilitará la integración política”.

<sup>33</sup> Su presentación fue facilitada dada la dimisión del presidente Frances Charles de Gaulle.

La comunidad europea tenía muy presente que incluso cuando no había encajado correctamente el mecanismo de la: «serpiente monetaria europea», no tenían que rendirse, dado que esa era la dirección correcta para lograr la unión monetaria. En la cumbre de 1978 en Bruselas se impulsó la constitución del: «sistema monetario europeo», que consistía en:

- Tipos de cambio cuasi-fijos, reajustables bajo un tipo central frente al ECU.
- Moneda de referencia ECU, que se constituyó como la media ponderada de las divisas del sistema monetario europeo.
- Mecanismo de crédito basado en la transferencia del 20% de las reservas de divisas y de oro de cada país a un fondo conjunto.
- Libertad de movimiento de capitales, control del tipo de interés e intervención de los bancos centrales para mantener los tipos de cambio dentro de las bandas de fluctuación.

En la primera década, el sistema monetario europeo contribuyó a dar estabilidad cambiaria y la convergencia económica. Sin embargo, debido a la asimetría económica por la que atravesaba cada uno de los países, implicaba que mientras un país atravesaba un ciclo expansivo, otro país atravesaba una recesión. De hecho, al no existir ninguna coordinación institucional, los mercados establecían su coordinación instantánea<sup>34</sup>, implicando que sobre la base del funcionamiento del sistema y de conformidad a la paridad de intereses, los países indiferentemente del ciclo económico por el que atravesaban tenían que indexar su política monetaria a la del país líder que era Alemania.

Alemania era comúnmente conocida por su control presupuestario y una inflación reducida y controlada debido a una política monetaria ortodoxa disciplinada, bajo un tipo de interés nominal elevado por encima del resto de países del sistema monetario europeo. De facto, cuando un país atravesaba un periodo de recesión y Alemania un periodo de expansión, el país en recesión debía de replicar la política restrictiva aplicada por Alemania, ocasionando una mayor recesión en dicho país. Esta práctica involucró importantes especulaciones en el sistema, obligando a realizar reajustes oficiales de las paridades, con el fin de mantener los tipos de cambio dentro de las bandas del  $\pm 2,25\%$ .

Con los avances en el mercado común y la introducción en 1985 del programa sobre el mercado interior, quedó reflejado que no se podía llegar a obtener el potencial de beneficios del mercado común mientras se mantuvieran los costes de conversión y el triángulo imposible<sup>35</sup>, por ende, en

---

<sup>34</sup> Elegían la divisa del país con mayor credibilidad dada sus finanzas, por lo tanto, elegían Alemania.

<sup>35</sup> El sistema se basaba en el libre movimiento de capitales, intervención de los bancos centrales para mantener el tipo de cambio y replicar la política monetaria del líder, en el largo plazo conllevaría la incompatibilidad de objetivos.

1988 el consejo europeo de Hannover creó una comisión de expertos en política monetaria que lideraba Delors, para establecer la unión monetaria.

En 1989 la comisión redactó un informe, “el informe Delors”, que fue aprobado en Madrid en 1989 y establecía que la unión monetaria debía implantarse en tres etapas, basadas en:

- Coordinación institucional mediante una autoridad supranacional.
- Reglas de disciplina fiscal

Etapas:

1ª Etapa (1/07/1990 – 31/12/1993):

- Libre circulación de capitales entre los estados miembros.

2ª Etapa (1/01/1994 – 31/12/1998):

- Coordinación de políticas fiscales.
- Creación del instituto monetario europeo:
  - Coordinar la cooperación entre bancos centrales, incluido la integración de independencia en cada uno de los bancos centrales.
  - Realizar la introducción de la moneda única.

3ª Etapa (1/01/1999):

- Política monetaria común bajo el Eurosistema.
- Introducción del euro en todos y cada uno de los estados miembros de la eurozona.

El 7 de febrero de 1992 en Maastricht se firmó el tratado de la unión europea, constituyendo el inicio de la unión europea. En dicho tratado se integró un capítulo dedicado a la política económica y monetaria para sentar la bases de procedimientos y plazos de creación de la unión europea monetaria.

Con las diferencias que precedían entre países, el tratado establecía unos requisitos de convergencia que se debían de cumplir para participar en la 3ª fase, dichos requisitos eran:

- Condiciones generales:
  - I. Convergencia legislativa nacional sobre el funcionamiento de sus autoridades monetarias y bancos centrales.

- II. La aprobación de los jefes de estado o de gobiernos, a propuesta de la comisión europea de adoptar el euro como moneda.
- Condiciones económicas:
  - I. Estabilidad de precios: Desde un año antes del examen el IPC no debía de exceder en 1,5% del que tenían los tres estados miembros con mejor comportamiento del IPC.
  - II. Finanzas públicas: Déficit público no superior al 3% del PIB<sup>36</sup> y una deuda pública por debajo del 60% del PIB<sup>37</sup>.
  - III. Estabilidad del tipo de cambio: Durante los dos años previos al examen su moneda fluctuaría sin tensiones ni se le aplicará de manera autónoma ninguna devaluación en el sistema monetario europeo
  - IV. Tipos de interés a largo plazo: Durante un año antes del examen los tipos de interés nominales a largo plazo no excederán del 2% del de los tres países con mejor comportamiento del IPC.
  - V. Otros factores: Se tomarán en consideración otras variables como las balanzas de pagos, la integración de mercados, los costes laborales unitarios y otros índices de precios.

#### **1.2.4.2 - ¿Por qué un tratado?**

La unión europea se fundamenta en el estado de derecho, por ende, toda su legislación se fundamenta a raíz de los tratados, que nacen del derecho primario. En virtud de la aprobación de los tratados nace el derecho derivado(reglamentos, directivas...).

Los tratados legislan todo el ámbito regulatorio que comprende la UE, integrando los objetivos, las normas aplicables a sus instituciones, la forma de tomar decisiones, relaciones internas y externas... De facto, todo lo que no esté contemplado en un tratado no será competencia de la UE, dado que le impide desarrollar el derecho derivado y al contrario, todo lo que esté contemplado en un tratado será de ámbito exclusivo de la UE, impidiendo a los estados miembros realizar cualquier legislación paralela a la de la UE.

---

<sup>36</sup> De no cumplirse, por lo menos debería descender sustancial y continuamente hasta llegar a un nivel próximo, sobrepasando dicho 3% solo de manera temporal.

<sup>37</sup> De no cumplirse, por lo menos debería descender de forma sustancial y continuada hasta situarse próximo al valor de referencia.

El capítulo 2 del tratado de funcionamiento de la Unión europea regula la estructura que conforma la política monetaria, principalmente legisla sobre el BCE<sup>38</sup> y el SEBC<sup>39</sup>.

Siendo de suma importancia los artículos:

- Artículo 127.1: El objetivo del SEBC será mantener la estabilidad de precios.
- Artículo 127.2: Sus funciones básicas serán:
  - Definir y ejecutar la política monetaria de la unión.
  - Realizar las operaciones de divisas.
  - Poseer y gestionar las reservas de divisas de los estados miembros.
  - Promover el buen funcionamiento del sistema de pagos.
- Artículo 129.1: El SEBC será dirigido por el consejo de gobierno y el comité ejecutivo del BCE.
- Artículo 129.2: Da nacimiento a los estatutos del SEBC y del BCE.
- Artículo 130: Otorga la independencia del SEBC y del BCE.

#### **1.2.4.3 – Arquitectura de los bancos centrales de Europa**

El diseño organizativo de los bancos centrales en Europa está pensado al detalle, realizado mediante una estructura estratégica basada en el principio de descentralización, con el fin de que todos y cada uno de los miembros(SEBC y el Eurosistema<sup>40</sup>) que conforman su estructura cumplan los siguientes principios:

- Participación y cooperación: Todos los miembros contribuirán para alcanzar el objetivo.
- Transparencia y rendición de cuentas sobre todas sus actuaciones.
- Diferenciación de actividades nacionales y europeas: Estarán claramente definidas las funciones que cada uno de los organismos tiene.
- Cohesión y unidad: Cada uno de los miembros habla con una sola voz, la del equipo.
- Intercambio de recursos(know-how): Intercambio de personas, tecnologías y conocimientos.
- Eficiencia y eficacia en las decisiones.

---

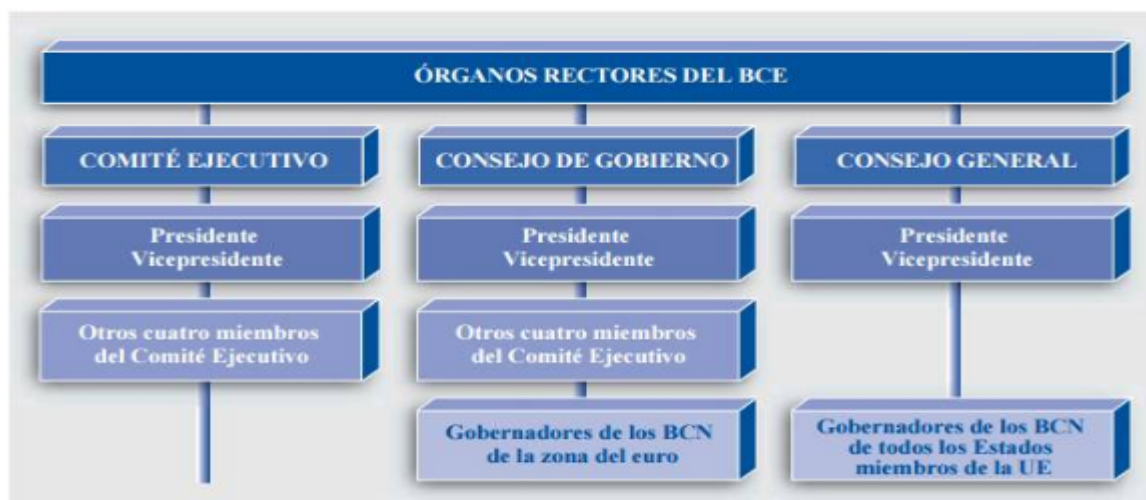
<sup>38</sup> Banco central europeo.

<sup>39</sup> Sistema europeo de bancos centrales, formados por el BCE y los bancos centrales de Europa.

<sup>40</sup> Formado por el BCE y los bancos centrales de la eurozona.

- Crear sinergias y eliminar duplicidades.

### Estructura organizativa:



Esquema 1 - Fuente: Política monetaria del BCE 2011

De conformidad al artículo 12 de los estatutos del SEBC y BCE se legisla las responsabilidades de dos órganos rectores:

- Comité ejecutivo: Llevará a la práctica la política monetaria decidida por el consejo de gobierno y será el responsable de la gestión del banco central europeo.
- Consejo de gobierno: Orientará y decidirá lo necesario para garantizar el cumplimiento de las funciones del Eurosistema, además de formular la política monetaria de la eurozona.

De conformidad a los artículos 44, 45, 46 y 47 de los estatutos del SEBC y BCE se regula el último órgano, el consejo general:

- Dado que hay países de la unión europea que por ciertas circunstancias no han podido realizar la tercera fase de la unión económica y monetaria, el BCE se encargará de las tareas del instituto monetario europeo, hasta que cada uno de los países de la unión europea realice la tercera fase, en cuyo caso el consejo general desaparecerá.
- Las funciones encomendadas al consejo de gobierno son las de coordinar las políticas monetarias con el fin de garantizar la estabilidad de precios, incluyéndose la adopción de medidas coordinadas para fijar de forma irrevocable los tipos de cambio entre los países miembros de Europa que no hayan adoptado el euro. En este sentido, dichos países también cooperan en la elaboración de información estadística y en consecuencia en la redacción de informes.



#### 1.2.4.4 – Estrategia de política monetaria del banco central europeo

En virtud del artículo 105.1 del TFUE el objetivo del SEBC<sup>41</sup> será mantener la estabilidad de precios, pero ni el TFUE ni los estatutos del SEBC definen lo que se entiende por estabilidad de precios, así que, el BCE adoptó en 1998 su definición, indicando que: «La estabilidad de precios se define como un incremento interanual del índice armonizado de precios de consumo(IPCA) inferior al 2% para el conjunto de la zona del euro; la estabilidad de precios ha de mantenerse a medio plazo»<sup>42</sup>. De hecho, la definición no es muy concreta y el BCE se guarda un cierto margen de seguridad tanto en tiempo como en el nivel de inflación, utilizando el BCE dicho margen para reducir riesgos asimétricos en los diferentes países o una inflación demasiado alta o baja.

La selección del objetivo de estabilidad de precios se fundamenta en la “neutralidad del dinero”, principio que indica que en el largo plazo, *ceteris paribus*, un incremento en la cantidad de dinero en circulación conllevará un incremento en los precios, pero no conllevará cambios permanentes en las variables reales.

Ventajas de la estabilidad de precios:

- 1) Permite que los agentes distingan fácilmente las variaciones en los precios relativos, por ende, la distribución de los recursos será más eficiente, en consecuencia se incrementará el bienestar de familias y empresas.
- 2) Si los prestamistas consideran que los precios seguirán estables, no exigirán una prima por inflación, en consecuencia se incentiva la inversión, donde en última instancia, conlleva incrementar el bienestar económico.
- 3) Si los agentes tienen confianza en que la estabilidad de precios será duradera, destinarán sus recursos a usos productivos y no activos de protección de la inflación.
- 4) Elimina los costes de distorsión en los sistemas públicos(tributario, seguridad social...).
- 5) Se reduce la actuación de la inflación como un impuesto encubierto.
- 6) Favorece la distribución eficiente de la riqueza, por lo tanto, evita un entorno de inestabilidad social.

---

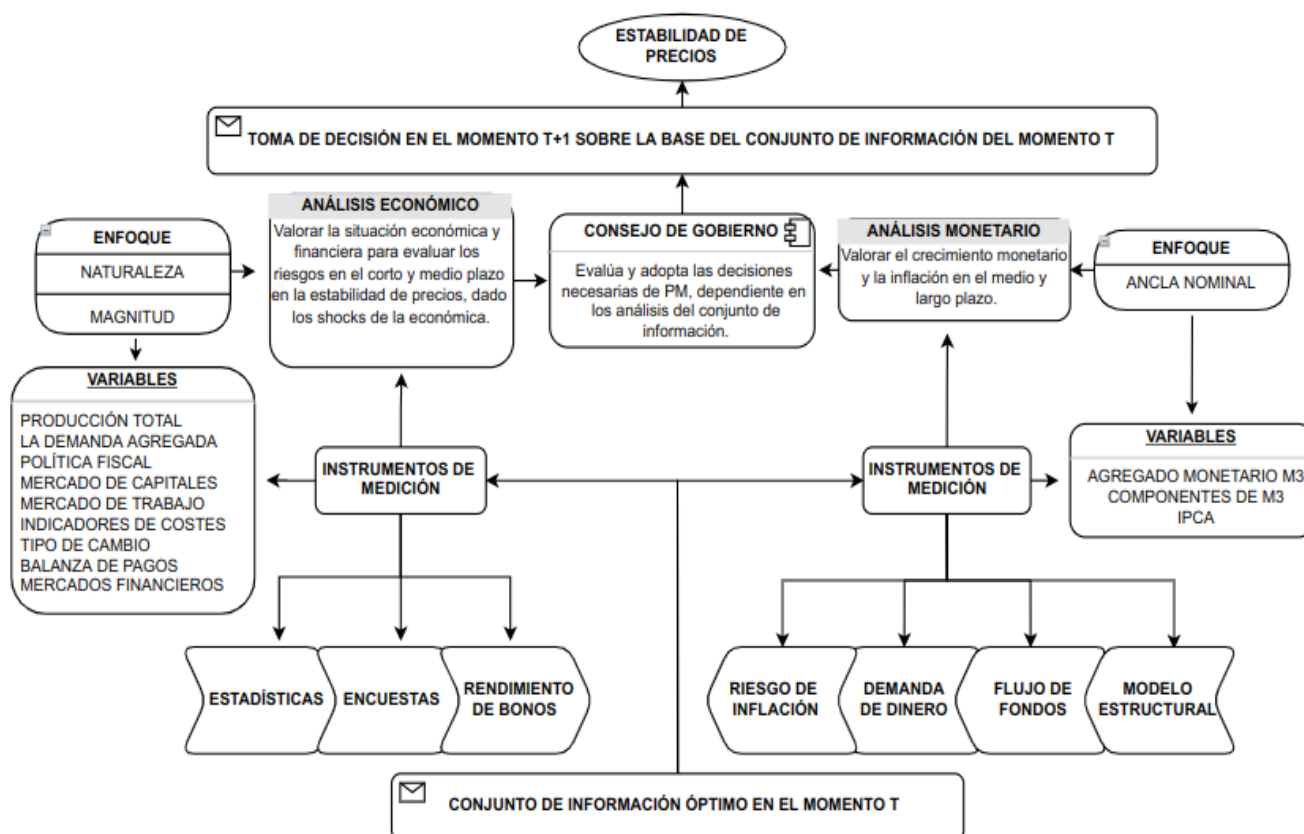
<sup>41</sup> En los estatutos solo se nombra al SEBC y al BCE, pero no al Eurosistema, ya que se esperaba que todos los países de Europa adoptaran el euro, así que el marco legislativo de los estatutos encomienda la estabilidad de precios al SEBC.

<sup>42</sup> Fuente: Tema 2 de la asignatura de economía de la unión europea, Rodenas Calatayud, M.C.

7) Contribuye a mantener la estabilidad financiera, evitando revaluaciones o devaluaciones de los activos nominales.

Incluso cuando el BCE solo tiene dicho objetivo, la estabilidad de precios conlleva alcanzar objetivos más amplios como un incremento de la actividad económica, mejores perspectivas de empleo y en última instancia, elevar los niveles de vida.

Pero el enfoque de una sola variable no proporciona un marco completo y fiable del conjunto de información requerido por el BCE, así que, el BCE fundamenta su toma de decisión sobre la base de dos pilares, el análisis económico y el análisis monetario, siguiendo el siguiente esquema:



Esquema 2 - Fuente: Política monetaria BCE 2011 - Elaboración propia

Para la consecución del objetivo, el consejo de gobierno se enfrenta a un entramado de factores sobre los que tiene que decidir su política monetaria. Estos factores constituyen en el momento T un conjunto de información que es medido por los diferentes instrumentos y dichos instrumentos tienen un enfoque concreto para poder llevar la medición al análisis necesitado. Cuando el consejo de gobierno toma la decisión de política monetaria, ya no es el momento T, sino  $T_{+1}$ , lo que hace que el consejo de gobierno se pueda enfrentar a una inconsistencia temporal de su política que le lleve a no tomar ninguna decisión de política, dado que la economía se encuentra en un punto mejor que si se aplicará la política, lo que causaría graves consecuencias para la reputación y credibilidad

del BCE, dado que los agentes económicos pensarán que han sido manipulados o engañados por las autoridades monetarias.

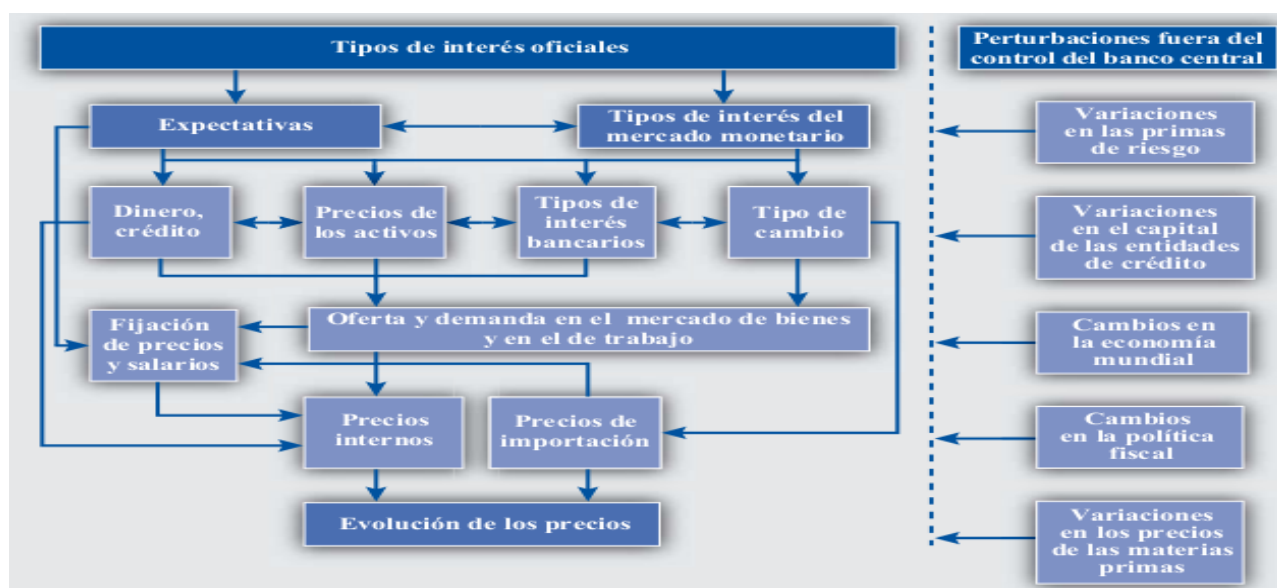
El consejo de gobierno en cada una de sus decisiones se encuentra en una situación muy complicada, dado que tiene que equilibrar sus decisiones, ya que el conjunto de información plasmado en los análisis es del momento  $T$ , su decisión en el momento  $T_{+1}$  y cuando los efectos de política monetaria sean notados en la economía mediante el mecanismo de transmisión, ya será el momento  $T_{+2}$ .

#### 1.2.4.5 – Mecanismo de transmisión de la política monetaria

Con el fin de alcanzar su objetivo de la estabilidad de precios, el BCE tiene que articular su política monetaria enfrentándose en la práctica a un complejo entramado de interacciones económicas, que pueden conllevar que una política monetaria practicada hoy sea consistente, pero mañana cuando esté transmitida a la economía real sea inconsistente, provocando graves problemas económicos.

Debido a los continuos shocks que recibe cualquier economía, tanto por el lado de la demanda como por el lado de la oferta, el banco central debe de estar continuamente siguiendo la evolución de la cadena de transmisión, dado que la senda que seguirá su política dependerá de la naturaleza, magnitud y duración de dichos shock.

#### Esquema del mecanismo de transmisión de la política monetaria



Esquema 3 - Fuente: Política monetaria BCE 2011

El cauce por el que atraviesa la política monetaria desde su práctica hasta la llegada de su objetivo es una larga cadena de causa y efecto en la que intervienen multitud de agentes económicos, por lo tanto, su buen fin no solo depende de la toma de decisión del BCE sino de la actuación que otros agentes realicen sobre la base de sus expectativas.

Las entidades de crédito demandan dinero al banco central para garantizar la demanda de los saldos monetarios por parte de los agentes, cubrir posiciones en el mercado interbancario y garantizar el nivel mínimo de reservas. El banco central al recibir la suma de las demandas de dinero decidirá el tipo de interés que aplicará, influyendo en el coste de financiación de las entidades de crédito, que trasladarán dicho coste a sus clientes mediante las operaciones de préstamos, construyendo “el canal de tipos de interés”. Los agentes económicos a raíz del movimiento de los tipos de interés en el cauce del canal, formarán sobre su realidad<sup>43</sup> unas expectativas racionales, provocando que demanden mayores o menores saldos para la compra de bienes o servicios o dedicando mayores o menores saldos al ahorro, dependiendo del movimiento de la política monetaria del BCE y de la política fiscal que esté aplicando su país, dado que la peculiaridad del BCE es que es el banco central de un área monetaria óptima formada por diferentes países. De esta forma, no tendrá exactamente los mismos efectos la política monetaria del BCE en España que en Alemania, dada las diferentes estructuras económicas.

En definitiva el banco central europeo encauza su política por dos vías para conseguir su objetivo:

- Por el canal de tipos de interés influye en los préstamos y de forma paralela al tipo de cambio y a los activos.
- Por el canal comunicativo influye en las expectativas de los agentes, tanto de los mercados financieros como de los de mercados de bienes y servicios.

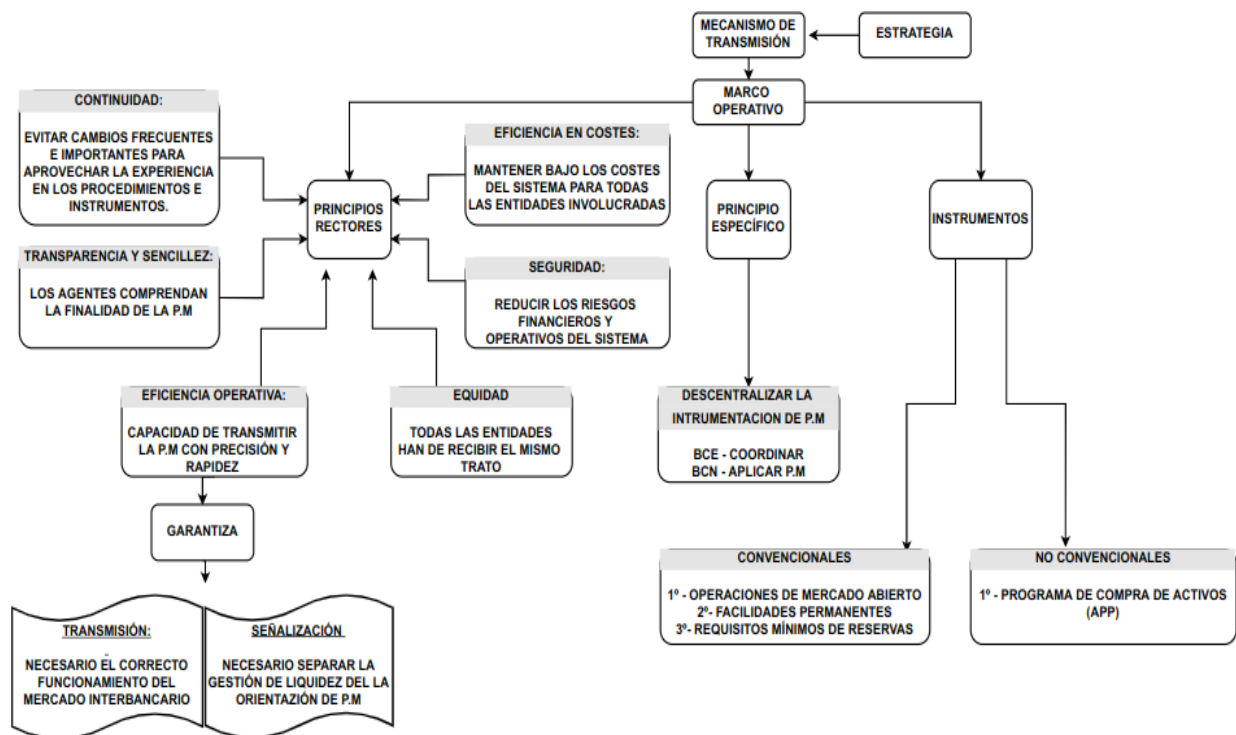
Las dos vías llevarán al área monetaria alcanzar el objetivo a medio plazo de una inflación cercana, pero por debajo del 2%, ya sea porque la inflación era alta y mediante una política restrictiva se ha conseguido reducir o bien porque era baja y mediante una política expansiva se ha conseguido incrementar.

---

<sup>43</sup> Ni todos los agentes cumplen con los axiomas de Cuthbertson ni todos los agentes transcurren por las mismas circunstancias vitales.

#### 1.2.4.6 – Marco operativo del Eurosistema

Una vez que el rumbo de la política monetaria necesaria para el cumplimiento de la estrategia está decidido, debe ser llevado a la práctica a través del siguiente esquema(esquema 4), donde se detalla el mecanismo de transmisión bajo el marco operativo, donde se establecerán los principios y los procedimientos para la utilización de cada uno de los instrumentos con los que cuenta el Eurosistema para la consecución del objetivo de estabilidad de precios, a través de las funciones encomendadas al comité ejecutivo y al consejo de gobierno del banco central europeo.



Esquema 4 - Fuente: Política monetaria BCE 2011 - Elaboración propia

Actualmente, dadas las dificultades para alcanzar el objetivo de estabilidad de precios del BCE y para el buen funcionamiento del mecanismo de transmisión, el BCE está implantando dentro de su marco operativo un sistema híbrido constituido por instrumentos convencionales y por instrumentos no convencionales.

- **Instrumentos convencionales:**

- Operaciones de mercado abierto: Desempeña el papel de instrumento más importante para:
  1. Controlar los tipos de interés.
  2. Gestionar la liquidez del mercado.
  3. Señalar la orientación de la política monetaria.

El BCE decide los términos y condiciones en los que se aplicará dicho instrumento, formado por cuatro tipos:

- Operaciones principales de financiación: Gestionado de forma descentralizada por el Eurosistema, con el objetivo de proporcionar la mayor parte de la financiación al sector financiero, con vencimiento semanal, bajo un calendario previo.
- Operaciones de financiación a plazo más largo: Gestionado de forma descentralizada por el Eurosistema, con el objetivo de proporcionar a las contrapartes refinanciación a más largo plazo, mediante dos formas:
  - Bajo calendario previo: Subasta estándar con vencimiento a 3 meses.
  - Sin calendario previo(TLTRO): Subasta con vencimiento a 48 meses.
- Operaciones de ajuste: Gestionado de forma descentralizada por el Eurosistema, normalmente con un procedimiento de ejecución mediante licitaciones rápidas o procedimiento bilaterales, de forma ad hoc, para gestionar la liquidez del mercado y controlar las tasas de interés, con el objetivo de suavizar los shocks en la liquidez.
- Operaciones estructurales: Gestionadas normalmente por el Eurosistema, salvo en ciertos casos en los que el BCE decide realizar la gestión. Son utilizadas para ajustar la posición estructural del Eurosistema frente al sector financiero, pudiendo realizar dicho ajuste de dos formas:
  - Emitiendo instrumentos de deuda mediante subasta estándar.
  - Realizar transferencias directas mediante procedimientos bilaterales.
- Facilidades permanentes: Gestionada de forma descentralizada por los bancos centrales nacionales, tiene como objetivos:
  1. Proporcionar o absorber liquidez a un día.
  2. Señalar la orientación general de la política monetaria y las tasas de interés de mercado a un día consolidadas.

Las contrapartes pueden seleccionar dos tipos de instrumentos:

  - Facilidad marginal de préstamo: Establecido para que las contrapartes obtengan liquidez a un día de los bancos centrales nacionales, poniendo en su banco central nacional los

correspondientes activos admisibles como garantía. El tipo de interés del instrumento, proporciona un techo máximo para el tipo de interés del mercado a un día.

- **Facilidad marginal de depósitos:** Establecido para realizar depósitos a un día en el banco central nacional correspondiente de cada entidad de crédito. El tipo de interés resultante del instrumento, proporciona un suelo para el tipo de interés de mercado a un día.
- **Requisitos mínimos de reservas:** Las entidades de crédito quedan obligadas al cumplimiento del encaje legal en relación con el tamaño de su balance, de realizar en su banco central nacional el depósito de tenencias de reservas diarias promedio de las instituciones, durante un periodo de mantenimiento de aproximadamente un mes.
  - Dicho periodo de mantenimiento comienza el día en que se liquidan las operaciones principales de financiación, siendo dicho día el siguiente a cada reunión de orientación de la política monetaria del consejo de gobierno del BCE.
  - Las reservas se remuneran al tipo de interés medio de las operaciones principales de financiación del periodo del mantenimiento.
- **Instrumentos no convencionales:**
  - **Programa de compra de activos(APP):** Constituido por la integración de un amplio paquete de medidas, establecidas inicialmente en el año 2014 solo para activos del sector público, pero bajo el riesgo que supone para el mecanismo de transmisión una baja inflación prolongada, se ha ido ampliando hacía activos del sector privado. Actualmente se compone de los siguientes programas:
    - Programa de compra de bonos garantizados(CBPP3).
    - Programa de compra de valores respaldados por activos(ABSPP).
    - Programa de compra del sector público(PSPP).
    - Programa de compra del sector empresarial(CSPP).
    - Programa de compra de emergencia pandémica(PEPP).

## **Evolución de la aplicación mensual del programa APP en billones de euros:**

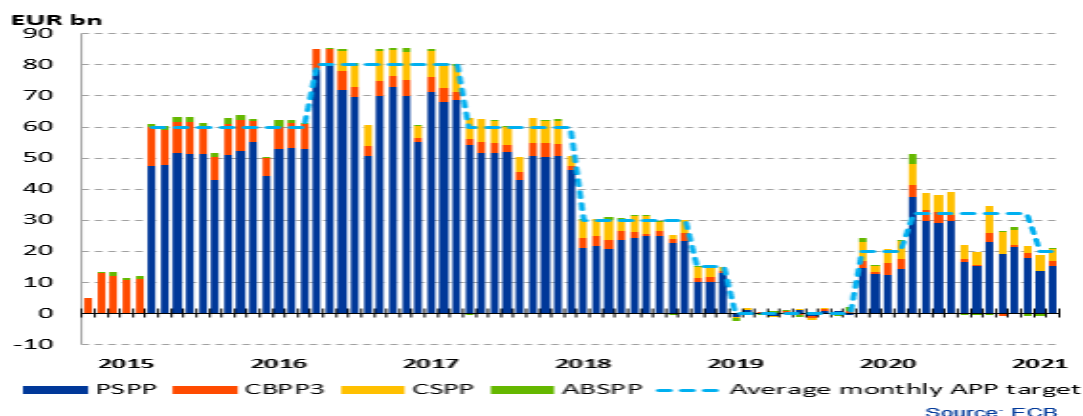


Gráfico 6 - Fuente: Banco central europeo.

## **1.3 – La política monetaria europea en el siglo XXI**

### **1.3.1 - Desarrollo del modelo cuantitativo**

El 1 enero de 1999 se hizo efectiva una cómoda transición de la política monetaria, ya que debido a los fuertes cimientos en los que se había diseñado la unión monetaria, se hizo posible una efectiva convergencia entre los países miembros, lo que facilitó significativamente el proceso.

En los primeros años, cada dos semanas el consejo de gobierno analizaba que decisiones tenía que tomar sobre la política monetaria, pero no era eficiente, dado que en el muy corto plazo realizar evaluaciones de tomas de decisiones no era adecuada respecto a ningún ámbito, principalmente porque en la mayoría de reuniones no había que tomar ninguna decisión, pero se causaban incrementos en la incertidumbre de los agentes económicas. En virtud de este hecho, el consejo de gobierno decidió :

- En la 1ª reunión mensual se enfrentaría al proceso de la toma de decisiones sobre la política monetaria.
- En la 2ª reunión mensual se enfrentarían al resto de cuestiones que tiene encomendadas el SEBC.

Esta forma de organización marca un ancla ante la incertidumbre, dado que los inversores saben en qué reunión el consejo de gobierno evalúa la política monetaria y en que reunión evalúan otras cuestiones.



El consejo de gobierno ha tenido que lidiar por muchas situaciones desde sus inicios, enfrentándose a diversos shocks tanto de demanda como de oferta, de muy variada naturaleza, magnitud y persistencia, pero el consejo de gobierno siempre ha basado sus actuaciones ante el marco operativo establecido para lograr su objetivo de estabilidad de precios.

En los años que lleva operativo el BCE, la toma de decisiones del consejo de gobierno se pueden dividir en 6 etapas:

### Evolución de variables relevantes en el transcurso de las seis etapas:

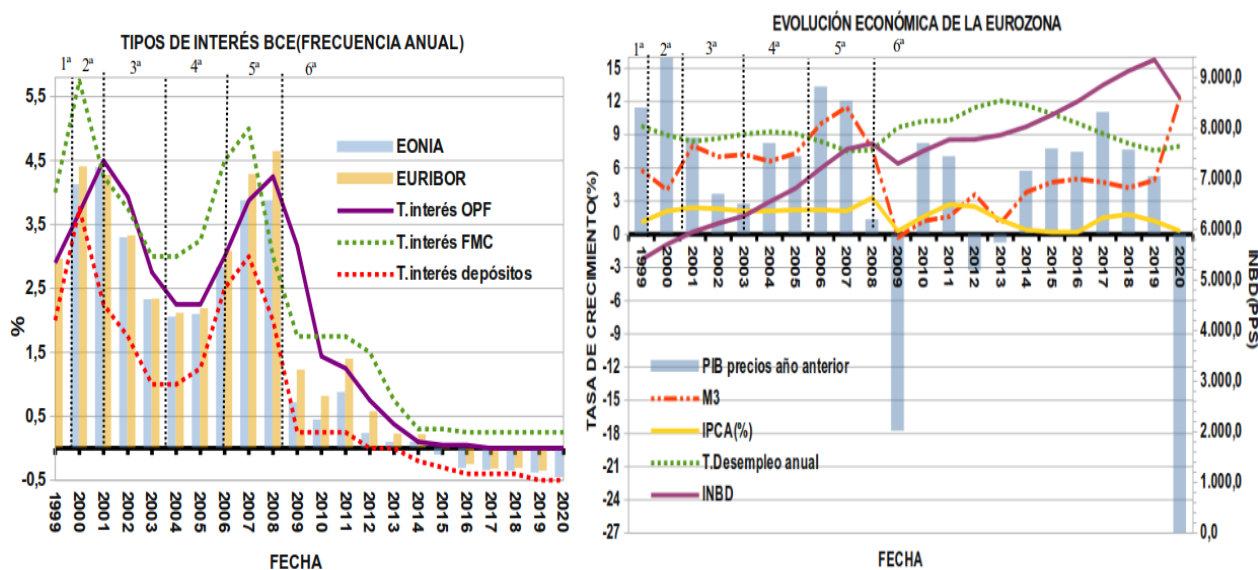


Gráfico 7 - Fuente: Fred, BCE y Eurostat – Elaboración propia.

1ª Etapa (1/01/1999) -Transición monetaria: Dado el alto grado de convergencia alcanzado entre países, el riesgo de inflación era bajo, por lo tanto, no estaba en peligro la estabilidad de precios, lo que causó que sobre la base de su análisis el consejo de gobierno adoptase una política monetaria inicialmente laxa, reduciendo el tipo principal de financiación en 50 puntos básicos, hasta situarse en el 2,5%.

2ª Etapa (mediados del 1999 – finales del 2000): Se produjo una fuerte credibilidad sobre el euro<sup>44</sup>, conllevando a un rápido crecimiento del PIB real, lo que causó una fuerte demanda de dinero. Para hacer frente a la demanda de saldos, el BCE incrementó gradualmente la masa monetaria, implicando la devaluación del euro y aun así, ante el

<sup>44</sup> Creada sobre dos bifurcaciones, por un lado estaban los países del norte, que veían mayor facilidad de exportación al resto de la eurozona, al eliminar el riesgo divisa, lo que les causaba mayor capacidad de inversión de los países del norte, conduciendo dicha inversión a los países del sur. Los países del Sur vieron con la entrada de inversión de los países del norte un incremento en su renta, que les facilitaba importar bienes de los países del norte, en consecuencia, los agentes económicos aumentaron su bienestar gracias al euro, por ende, se incrementó su credibilidad.

incremento de renta producido, los agentes económicos incrementaron las importaciones de forma muy significativa, causando problemas en la balanza de pagos.

La combinación de estos factores concluyó en una coyuntura de presiones inflacionistas, incrementando los riesgos para la estabilidad de precios, así que el consejo de gobierno actuó incrementando en un año los tipos de interés en 225 puntos básicos, situando el tipo de interés principal de financiación en el 4,75% en octubre del 2000.

3ª Etapa (principios 2001 – mediados 2003): El BCE había actuado con determinación y eficiencia, lo que provocó un incremento de su credibilidad, conllevando a una reducida y controlada inflación en dicho periodo, pero aun así, por desgracia, no solo el BCE causó dicho efecto sobre la inflación, sino que, al producirse los atentados terroristas del 11/09/2001, ante el pánico generado se produjeron significativos traslados de inversores del capital riesgo a activos libres de riesgos, lo que causó una distorsión tanto en los mercados de bienes y servicios como en los mercados financieros, provocando en última instancia, una reducción de la actividad económica.

El BCE actuó reduciendo gradualmente el tipo de interés principal de financiación e incrementando la masa monetaria, pero debido a la situación mundial no hubo riesgos para la estabilidad económica.

4ª Etapa (mediados de 2003 – finales de 2005): Moderadamente la incertidumbre fue difuminándose, causando que los mercados vuelvan a su normal funcionamiento. Al ser una evolución gradualmente controlada, las presiones inflacionistas se mantuvieron contenidas, así que el consejo de gobierno aplicó una política monetaria moderada para la situación.

5ª Etapa:(finales de 2005 – mediados de 2008): Para controlar la inflación, al principio del periodo el consejo de gobierno inició gradualmente la subida del tipo de interés, ante los resultados del análisis monetario y económico.

- Análisis monetario: Intenso crecimiento del crédito.
- Análisis económico: A pesar del incremento del precio de las materias primas, se produjo un crecimiento económico fundamentado en la demanda interna.

Debido a los niveles de inflación producidos en 2005, 2006 y 2007, al principio de 2008 se produjo el ajuste de precios y salarios, causando riesgos para la estabilidad de precios. Además se sumó la tensión en el mercado interbancario, así que el BCE actuó para evitar distorsiones en los mercados.

El BCE actuó por primera vez aplicando medidas no convencionales:

- Operaciones de ajuste de liquidez ilimitada a un día.
- Swaps sobre divisas entre bancos centrales.

6ª Etapa (desde otoño de 2008) – La crisis financiera: El 15/09/2008 quebró Lehman Brothers, dejando ver los problemas subyacentes de la economía mundial. Fue el inicio del pánico en los mercados, lo que causó un grave y rápido deterioro de la liquidez mundial, conllevando a producirse más quiebras y más pánico, trasladándose la grave situación financiera rápidamente a la economía mundial.

La incertidumbre era tan grande que el mercado interbancario estaba en shock, poniendo en peligro el mecanismo de transmisión de los tipos de interés, de tal forma que el consejo de gobierno además de bajar los tipos de interés a niveles históricamente bajos, también añadió medidas no convencionales de forma temporal, entre las que se encuentran:

- Medidas de apoyo al crédito:
  - Ampliación desde los 6 meses hasta los 12 meses de las operaciones de financiamiento.
  - Subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena.
  - Líneas swaps sobre divisas entre bancos centrales.
  - Reducción en las exigencias del tipo de activo de garantía.
  - Programa de adquisición de bonos garantizados en la zona euro.
- Medidas para el mercado de valores:
  - Intervención(compra/venta) en los mercados secundarios de deuda pública y privada.

Las medidas no convencionales tomadas por el BCE tuvieron mayor efecto que si el BCE solo hubiera bajado los tipos de interés. Esta decisión fue determinante para recuperar el correcto funcionamiento del mecanismo de transmisión de los tipos de interés, y en última instancia, recuperar el crédito a las familias y a las empresas, junto con una estabilidad de precios, pero los problemas no acabarían ahí para la zona euro, sino que en los años posteriores surgieron serios problemas a los que el BCE tuvo que hacer frente, sin embargo los efectos positivos ante los shocks de las medidas cuantitativas cada vez serían menos efectivos.

### 1.3.2 - ¿Qué hay después de las medidas cuantitativas?

En noviembre del año 2011, Mario Draghi se convierte en el presidente del BCE, lo que le lleva a observar la evolución de los problemas en los mercados monetarios, que conllevaron a los países europeos a un nivel grave de estrés financiero, dada su situación fiscal, por ende, los inversores no eran favorables a prestar dinero a dichos gobiernos y en el caso en que los inversores prestasen el dinero, el tipo de interés aplicado a los bonos gubernamentales eran significativamente elevados. Esta circunstancia conllevó a un incremento muy significativo del diferencial entre la financiación de cualquier país del sur y el país de referencia (Alemania), por ende, las primas de riesgo, se encontraban en constante subida, llegando a alcanzar niveles altamente preocupantes.

En consecuencia, Mario Draghi en su discurso el 15/06/2012 después de la reunión del consejo de gobierno, sabía la importancia de sus actos y de sus palabras en la coyuntura que acaecía sobre Europa, así que, de su discurso se obtienen dos matices cruciales que servirían de base sobre el hito que ocurriría unos días más tarde, tras sus palabras en una conferencia en Londres.

Dos matices:

1. Explicó detalladamente la política monetaria aplicada hasta la fecha y fundamento las decisiones de política monetaria futuras, reconociendo la existencia de la heterogeneidad cíclica entre los diferentes países del euro, lo que implica la necesidad de afrontar la escasez de liquidez en unos países y la abundancia de liquidez en otros países, debido al sesgo de aversión al riesgo. De facto, indica que el BCE restablecerá los flujos crediticios y renovará el funcionamiento del mercado interbancario, así que tomó la decisión de reducir los tipos de interés.

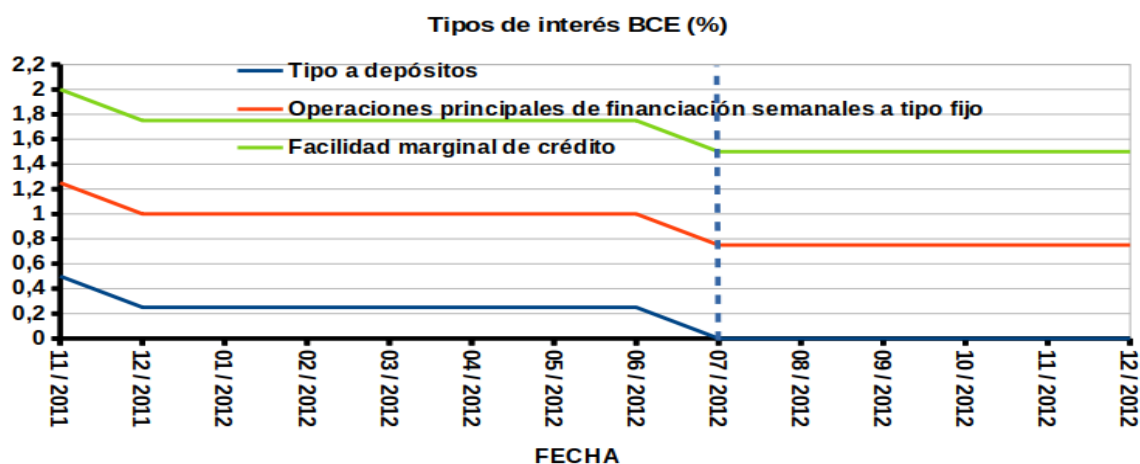


Gráfico 8 - Fuente: Banco central europeo – Elaboración propia.

2. Draghi promueve y exige un avance constante en la integración económica y monetaria, indicando que una política no puede existir sin la otra, así que, indica que se deben fortalecer las políticas fiscales, estructurales y financieras, pero además las instituciones deben de acercar la integración económica y monetaria a los ciudadanos de a pie.

Estos dos matices de su discurso no produjeron el efecto necesario, pero si sentaron las bases de lo que ocurriría unos días más tarde, con el discurso de Mario Draghi.

El 26/07/2012 Mario Draghi dio un discurso franco y sincero en la conferencia de inversores de Londres. Su discurso constituido por dos mensajes y una exposición de los problemas que acaecían sobre Europa marcó un antes y un después en la política monetaria. Ante los graves problemas por los que se encontraban los países de Europa y principalmente los de la zona euro, Draghi marcó su mandato con el contenido de sus palabras,

- Mario Draghi: Últimamente hay un mensaje de la fuerte fragilidad del euro, pero yo no soy un observador imparcial así que les voy a indicar dos mensajes:

1. ! El euro es irreversible, se han tomado y se tomarán las medidas necesarias para que así sea.
2. Dentro de nuestro mandato, el BCE está dispuesto hacer lo que sea necesario para preservar el euro y créanme será suficiente.

- Mario Draghi: Sé que tenemos desafíos a corto plazo y dentro de nuestro mandato, actuaremos firmemente para solucionar dichos desafíos, principalmente, el de la fragmentación financiera, basada en:

- El mercado interbancario no funciona: Los reguladores nacionales no están haciendo posible que fluya liquidez.
- Aversión al riesgo: Ocasionado por el riesgo de contraparte, puede ser que una parte incumpla por no pagar o que no se tenga la financiación necesaria.
- Primas de riesgo: Ocasionadas por dos fuentes, el default por baja liquidez y el riesgo de convertibilidad.

La fuerte determinación con las que el presidente Draghi marcó sus palabras, conllevó un ancla de las expectativas de los agentes económicos, como nunca antes se había producido, dado que incluso cuando en dicho instante no había cambiado ninguna variable monetaria por parte del BCE, en cambio sí que se provocó la caída instantánea de las primas de riesgo, se apreció el euro y el

canal monetario empezó a fluir, en última instancia, el estrés financiero por país cayó significativamente, hechos que se observan en los siguientes gráficos.

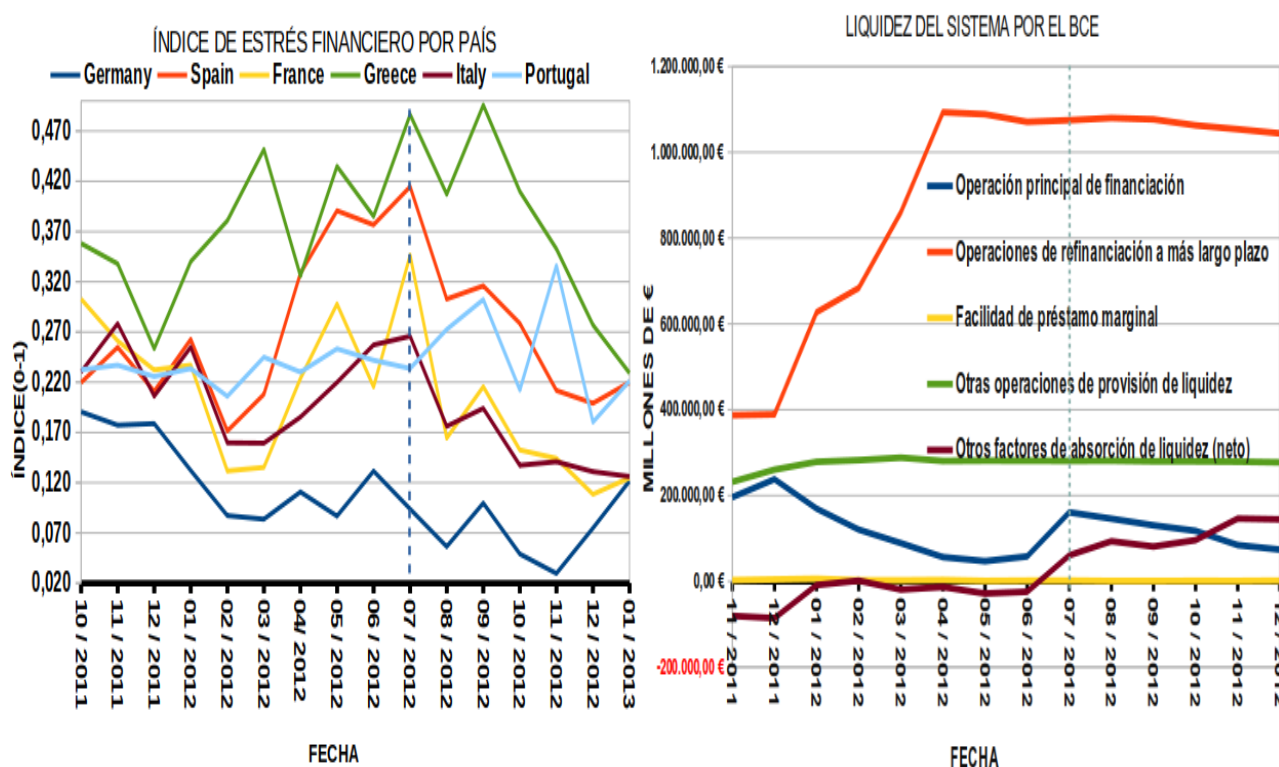


Gráfico 9 – Fuente: Banco central europeo - Elaboración propia.

¿Por qué un hito?, porque con los cambios producidos el día 15/06/2012, no se produjo ninguna reducción en el estrés financiero de ningún país, todo lo contrario, los problemas monetarios en la zona euro se agravaban. Sin embargo, el día 26/07/2012, con tan solo unas palabras del presidente del BCE, el cambio en los mercados monetarios fue de tal magnitud que instantáneamente el estrés financiero de los países de la zona euro empezó a reducirse significativamente.

Hasta ese momento, la gestión de las expectativas había jugado un mero papel secundario, marcado principalmente como un simple proceso en el mecanismo de transmisión de la política monetaria, pero este suceso dejó claro que la gestión de las expectativas va más allá, pudiendo llegar a ser un instrumento más del marco operativo del BCE, utilizado principalmente en situaciones límites.

## **Parte II: Gestionar las expectativas**

### **Capítulo 2: En busca del banquero/a central idóneo/a en el diseño institucional**

#### **2.1 - ¿Se puede ser independiente a la vez que democrático?**

“Una democracia es un sistema político en el cual la soberanía reside en el pueblo, que la ejerce directamente o por medio de representantes”<sup>45</sup>.

Para que el pueblo tenga sensación de que una institución o marco político este asentado sobre una democracia, deben de prevalecer dos pilares democráticos:

1. El público tiene que tener derecho a controlar las acciones de los actores políticos, pudiendo sustituir o sancionar a dichos actores políticos.
2. Los actores políticos deben de actuar alineados con la sociedad y nunca actuar sin el apoyo del público.

Europa se constituye de un conjunto de países en democracia, donde la población de cada país elige a sus políticos, sobre la base de los dos principios democráticos. Este hecho, conlleva al pensamiento cognitivo individual de que los políticos nacionales todavía tienen margen en la política fiscal o pueden ejercer presión para una cierta política monetaria, pero este pensamiento es erróneo.

En el transcurso de los años la integración europea ha ido avanzando en muchos ámbitos, pero principalmente en lo que concierne al avance de la unión monetaria, poniendo especial énfasis en la política fiscal y monetaria.

#### Política fiscal:

De conformidad al derecho primario establecido en el tratado de Maastricht se han desarrollado una serie de legislaciones basadas en el derecho derivado que han fortalecido la unión monetaria. Entre las legislaciones de política fiscal destacadas se encuentran:

- Pacto de estabilidad y crecimiento(Dublín 13/12/1996) y su reforma en 2011: Tiene como objeto evitar que las políticas presupuestarias de cada uno de los países miembros se oriente

---

<sup>45</sup> Definición de democracia establecida por la Real Academia Española(R.A.E).

hacia direcciones problemáticas, mediante una estricta vigilancia de las autoridades europeas.

- Mecanismo de coordinación de políticas económicas(semestre europeo): Es el mecanismo encargado de coordinar y vigilar las políticas de los países miembros, vigilando sus políticas presupuestarias, estructurales y desequilibrios macroeconómicas.

A raíz de estos dos pilares, el margen de un gobierno nacional en términos de política fiscal, macroeconómica o estructural, se encuentra muy reducido. Sin embargo, los ciudadanos muchas veces tenemos el pensamiento erróneo de que todavía nuestros actores políticos nacionales tienen la batuta de dichas políticas.

#### Política monetaria:

Como se ha descrito en el capítulo I, de conformidad al derecho primario nació el BCE, con unas características establecidas por los actores políticos nacionales en el tratado de Maastricht. Dicho tratado otorgaba al BCE una gran independencia en todos los ámbitos:

- Independencia política: Los miembros del BCE no pueden recibir indicaciones ni presiones políticas.
- Independencia de objetivos: El tratado indica que el BCE tendrá como objetivo la estabilidad de precios, pero no especifica que se entiende por estabilidad de precios.
- Independencia de instrumentos: El BCE tiene totalmente libertad para aplicar su política monetaria, salvo la única excepción de que no puede financiar directamente a los gobiernos nacionales.

¿Siendo tan independiente es democrático el BCE?.

Para que el banco central europeo sea democrático, tiene que cumplir los dos principios básicos de democracia y su forma de intentar cumplirlos es:

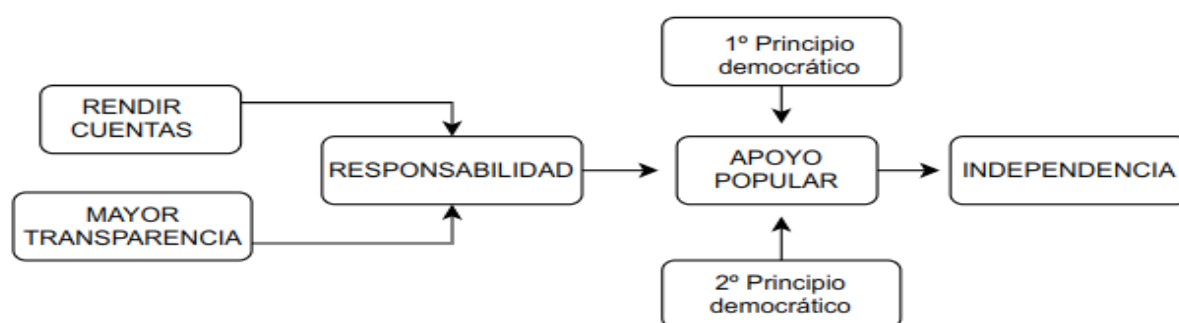
- Garantizando la rendición de cuentas para que sus actos sean juzgados:
  - Es necesario que la ley que lo regula pueda ser modificada en cualquier momento.
  - Ante sus actos puedan ser sustituidos o sancionados
- Incrementando la transparencia:
  - El BCE debe de comunicar sus decisiones de forma clara y sencilla.

Ante estos dos principios surgen dos problemas:



1. La ley que crea el BCE es un tratado, concretamente el más importante de Europa, el tratado de Maastricht, conllevando a que sea muy difícilmente modificado. Esta circunstancia rompe el cumplimiento del primer pilar democrático.
2. Una mayor transparencia significa una mayor responsabilidad del BCE ante el pueblo, debido a que si el BCE es muy transparente con su política monetaria, el pueblo será consciente de lo que puede y no puede hacer. Si el BCE consigue su objetivo sin perjudicar al pueblo, entonces ganará el apoyo popular, pero si el BCE no consigue su objetivo o perjudica al pueblo perderá el apoyo popular, por lo tanto, romperá el segundo principio democrático.

En definitiva:



Esquema 5 – Fuente: Mishkin, F.(May 1998) *Central banking in a democratic society: Implications for transition countries*.

Graduate School of Business, Columbia University and National Bureau of Economic Research – Elaboración propia.

Para cumplir sus responsabilidades el BCE deberá de ser un actor con una estrategia dominante en el juego de política estratégica:

El BCE tiene que jugar su estrategia sobre la base de 4 principios técnicos:

1. Promover la estabilidad de precios.
2. Evitar la inconsistencia temporal: Los miembros del BCE no tienen incentivos políticos, dado que su mandato es de 8 años y no pueden ser reelegidos, además el BCE se ha comprometido institucionalmente con su objetivo.
3. Mirar hacia el futuro: Debido al retraso para hacer efectiva la política monetaria, el BCE debe de actuar preventivamente para lograr a largo plazo su objetivo.
4. Alinear política fiscal y política monetaria: Con ayuda del mecanismo de coordinación de políticas fiscales, el BCE actuará en línea para obtener su objetivo.

Dado que en el tratado de Maastricht se establece que el BCE tiene una meta de inflación, queda establecida una ancla nominal que junto con el mecanismo de coordinación de políticas fiscales, provoca que el BCE sea siempre el primero en mover. Este movimiento le permite al BCE que los gobiernos se adapten a las decisiones de política monetaria para satisfacer la restricción presupuestaria del gobierno, así la política monetaria será la que determinará la tasa de inflación. Este primer movimiento evita que ocurra lo contrario, que los gobiernos nacionales muevan primero y el BCE tenga que adaptar su política.

De esta forma, aunque no puedan ser fácilmente sancionados o sustituidos los miembros del BCE, si son transparentes y cumplen con sus cuatro principios, podrán alcanzar su objetivo de la manera que informaron, por lo tanto, los agentes económicos no han sido sorprendidos y han visto que las autoridades monetarias son responsables, por ende, también son creíbles, causando un pensamiento cognitivo de apoyo a dichas autoridades. Este apoyo fortalecerá la independencia del BCE, dado que los políticos nacionales serán más reacios a intentar influir o presionar a algún miembro del BCE. Si el BCE ha aplicado políticas en línea con los agentes económicos, entonces dichos agentes estarán felices y no se plantearán el grado de democracia de la institución, por el contrario, si sus políticas son perjudiciales a los agentes económicos<sup>46</sup>, entonces dichos agentes pensarán en sustituir o sancionar a las autoridades monetarias, planteando el grado democrático de la institución.

Por el contrario, si las autoridades monetarias no tienen una meta establecida y no informan de que objetivo tienen ni cómo lo conseguirán, los agentes económicos se verán sorprendidos, notando que han sido manipulados y engañados, por lo tanto, querrán sancionar o sustituir las autoridades monetarias, pero verán que no es nada fácil, así que su pensamiento cognitivo será de que el BCE es una institución antidemocrática, retirando el apoyo popular a dicha institución, lo que conllevará influencias y presiones políticas, por lo tanto, menos independencia.

Como se puede observar el BCE es una institución totalmente independiente, lo que le convierte en una institución fuertemente antidemocrática, pero solo será planteado su grado democrático si no cumple o si los agentes económicos se ven perjudicados. Aun así, su inexistente grado de democracia directa es un buen factor económico, debido a que al tener establecido un ancla nominal le permite conseguir su objetivo sobre la base de sus cuatro principios técnicos.

---

<sup>46</sup> Por ejemplo aplicando políticas monetarias restrictivas para poder controlar la inflación.

## 2.2 - La transparencia como estrategia política

Al ser la transparencia un pilar fundamental con el que poder reforzar la independencia y dado que el BCE ya tiene un grado altísimo de independencia(política, objetivos e instrumentos), es quien en última instancia, decide si:

- Aplicar un gran secretismo en sus actuaciones: Sería totalmente antidemocrático y rompería con el apoyo del público.
- Conciliar un grado óptimo de transparencia: Sobre la base de sus cuatro principios deberá de aplicar un grado de transparencia que le permita reforzar su independencia.

Si el BCE decide ser transparente, entonces deberá de encontrar el punto que maximice su función comunicativa con la restricción de entendimiento de los agentes económicos.

Para aplicar un incremento de transparencia el BCE tiene que tener en cuenta el método comunicativo y el subyacente a comunicar.

### Método comunicativo:

Antes de la llegada de Paul Volcker al poder de la FED, la comunicación no era utilizada por los bancos centrales, por lo tanto, había un gran secretismo antidemocrático sobre sus actuaciones. Con la llegada de teorías sobre la gestión de las expectativas de los agentes económicos, se puso en énfasis, la importancia que juega la comunicación en el marco operativo. Aun así, las generaciones van avanzando, al igual que la frontera tecnológica, por ello, la presidenta del BCE Christine Lagarde ha introducido un cambio en la comunicación de la institución con el público, involucrando a todos los miembros posibles de la institución mediante todos los medios disponibles. Así el BCE ha pasado de comunicar sus decisiones en rueda de prensa una vez cada seis semanas, a incluir otros medios tecnológicos, componiendo su comunicación mediante:

Notas de prensa.	Conferencia de prensa.	Blog del BCE.
Reseñas políticas.	Discursos.	Entrevistas.
Podcast y webcast.	Redes sociales.	Correo electrónico.

### Información subyacente:

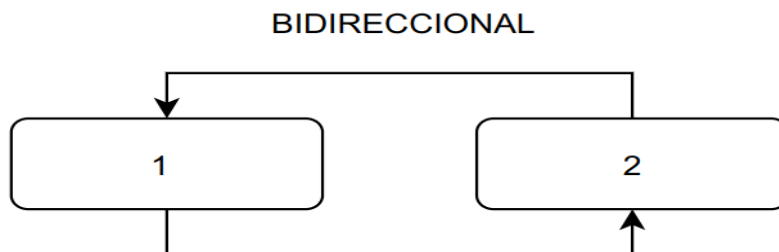
En sus inicios el BCE introdujo una meta de inflación como ancla nominal, que mediante el método comunicativo consiguiera hacer un mejor marco operativo, conllevando a obtener los beneficios de una inflación reducida y controlada, pero el consejo de gobierno toma sus decisiones sobre la base de análisis que pronostican una inflación, de esta manera el BCE obtiene más formas

de aumentar su transparencia, pudiendo incrementar la información trasladada a los agentes económicos incluyendo dos tipos de información en sus comunicaciones:

1. Pronósticos de las variables que fundamentan el análisis del consejo de gobierno.
2. Indicando la función objetivo utilizada en la toma de decisión del consejo de gobierno.

Es en estos dos puntos, donde el BCE tiene que evaluar que grado de transparencia es el óptimo, dado que un mayor grado de transparencia es perjudicial para alcanzar su objetivo, debido a que se correría el riesgo de incumplir algunos de sus cuatro principios, como es la inconsistencia temporal o la rotura lineal de política fiscal y monetaria.

Si finalmente el BCE decide ir un paso más hacia mayor transparencia tiene que saber que los pilares cumplen un esquema:



Esquema 6 – Elaboración propia.

Si el consejo de gobierno informa de su función objetivo entonces crea reciprocidad entre ambos pilares, por lo tanto, tiene que fundamentar la elección de la función objetivo seleccionada sobre los pronósticos realizados en virtud de ciertas variables, por ende, también han de hacerse público dichos pronósticos. Por otro lado, si se hacen público los pronósticos realizados sobre ciertas variables para justificar la política monetaria tomada, también implica indicar la función objetiva que tiene fundamentada el consejo de gobierno para haber utilizado esas variables y tomar las decisiones.

Tomar la trayectoria de mayor transparencia implica enfrentarse a:

- Ventajas:
  - Pilar 1 – Facilita comprender las acciones y evaluar los pronósticos del consejo de gobierno.
  - Pilar 2 – Enriquece la evaluación del consejo de gobierno.

- Desventajas:
  - Pilar 1 - Dificulta la toma de decisiones en el consejo de gobierno, dado que ante un cambio en el conjunto de información, el consejo modificará sus pronósticos y sus decisiones, por lo tanto, esta circunstancia puede influir negativamente en su credibilidad.
  - Pilar 2 - Ningún miembro del consejo sabría indicar con exactitud cuál es su función objetivo y mucho menos concretar una entre todos los miembros del consejo, lo que causaría incertidumbre ante los agentes económicos, dificultando que comprendan que objetivo final tiene el consejo de gobierno, lo que causaría graves problemas en el mecanismo de transmisión.

### **La navaja de Ockham**

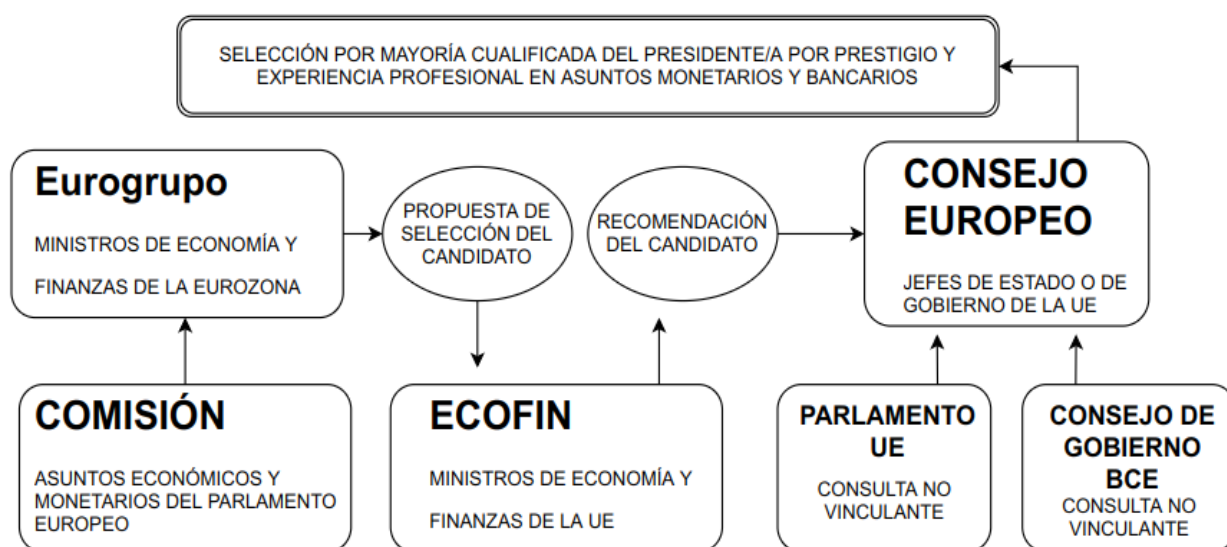
Los agentes económicos son de muy diversa índole, dado que todavía cuando el consejo de gobierno piense que todos cumplen con los axiomas de Cuthbertson, realmente no sucede esto, ya que no todos los agentes económicos tienen conocimientos económicos. Para facilitar esta circunstancia, podemos dividir ante el análisis del consejo de gobierno a estos agentes económicos en dos grupos, los racionales y los irracionales. Los racionales cumplen con los axiomas de Cuthbertson, sin embargo, los irracionales no.

Si el BCE decide ampliar su transparencia y no se cumplen sus pronósticos, entonces los agentes racionales entenderán los factores implicados y el por qué, pero los agentes irracionales no y pensarán que el BCE no es de fiar, lo que integrará unas expectativas aún más irracionales, pero tampoco puede ser un banco con secretismo antidemocrático, así que ante esta disyuntiva debe de aplicar lo más sencillo, dado que lo más sencillo es lo entendible por cualquier agente, causando que ninguno se sienta sorprendido o engañado, lo que conlleva a una información cognitiva global de apoyo popular de las políticas del BCE, que tendrá un alto grado de responsabilidad.

### **2.3 - ¿Qué perfil tiene que buscarse en un banquero/a central?**

La selección del presidente/a del BCE se realiza cada 8 años, siendo su mandato no renovable. La selección se lleva a cabo mediante un proceso secuencialmente político, donde el candidato debe de cumplir unos requisitos de idoneidad, evaluados de forma concreta, verificable y objetiva.

## Proceso de selección:



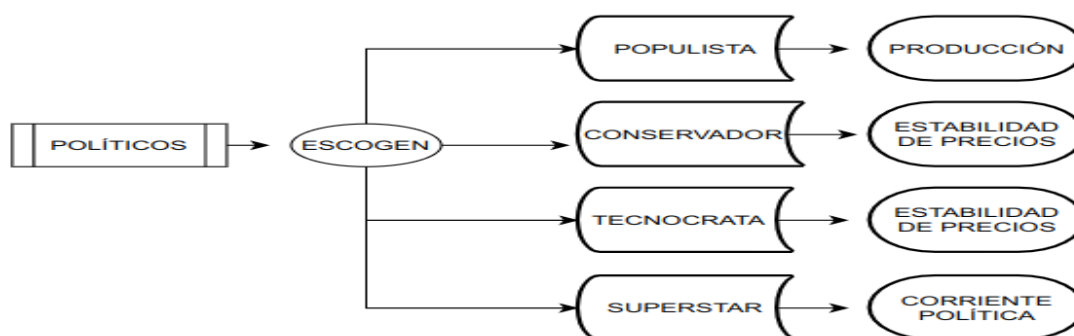
Esquema 7 – Fuente: De la Hoz, C.(2018) “*El gobierno presenta a Luis de Guindos como candidato a la vicepresidencia del BCE*”, El independiente, 7 de febrero - Elaboración propia.

Una vez queda cerrado el plazo de candidaturas, la comisión de asuntos económicos y monetarios se reúne con los candidatos propuestos por los estados miembros. Posteriormente el Eurogrupo realiza una propuesta del candidato para que el Ecofin la valore y emita una recomendación. Finalmente de conformidad a la recomendación del Ecofin, del parlamento europeo y del consejo de gobierno del BCE, el consejo europeo evalúa y selecciona al candidato/a idóneo/a.

Queda probado que la selección es claramente de ámbito político, lo que lleva a un beneficio, pero también a un coste.

- **Beneficio:** Incrementa el grado de democracia del BCE, dado que directamente se cumple el primer principio democrático, dado que el pueblo es quien elige a los políticos que terminan eligiendo al candidato, lo que conlleva indirectamente a cumplir con el segundo principio de democracia.
- **Coste:** Los términos de selección son algo ambiguos, lo que permite cierta elasticidad en la decisión política. La decisión final puede conllevar a que el coste supere los beneficios, todo depende del perfil elegido, debido a que el consejo europeo puede elegir cuatro perfiles, donde cada uno tendrá un papel determinante en el rol del banco central, otorgando mayor o menor independencia.

Tipos de candidatos:



Esquema 8 – Elaboración propia.

- **Populista:**
  - Un banquero central populista es aquel que todavía con un componente técnico, se centra exclusivamente en alinear totalmente su política monetaria con la que la sociedad quiere, pasando de gestionar expectativas a aplicar una estrategia dominada por las expectativas sean o no racionales al momento. De facto, lo que predomina en la selección económica cognitiva es tener un empleo y con el mayor salario neto posible, lo que conllevará al banquero populista a la aplicación de una política monetaria tan expansiva como haga falta para incrementar la producción sin límites, sin la observación de ninguna otra variable ni ningún objetivo concretamente especificado.
- **Conservador:**
  - Un banquero central conservador es aquel que con una formación económica alta aplica las medidas necesarias para conseguir el objetivo de estabilidad de precios, por encima de cualquier otro factor, incluso reduciendo significativamente el bienestar social. De esta forma, la sociedad le retirará su apoyo y complicará que el banco central consiga su objetivo, sin embargo, la sociedad se encontrará peor que inicialmente.
- **Tecnócrata:**
  - Un banquero central tecnócrata es aquel con una especialización en economía y que aplica medidas eficaces para el bienestar social, independientemente de la ideología política<sup>47</sup>. Lo que le conlleva a lograr la estabilidad de precios, sobre el análisis y las decisiones técnicas correspondiente, logrando en última instancia, estabilidad de precios

<sup>47</sup> Definición establecida por la R.A.E.

junto con el bienestar social, por lo tanto, mayor nivel democrático e incremento de la independencia.

- Superstar:
  - Un banquero central superstar es aquel que no tiene ningún componente económicamente técnico, pero si tiene otros factores como la facilidad comunicativa, liderazgo, etc. Además tiene un componente altamente político, dada su trayectoria principalmente política. Dado su perfil, otorgará una mejor comunicación hacia el público y cognitivamente reflejará una institución más abierta y de mayor grado democrático, pero de un ámbito de menor nivel técnico, incluso cuando la persona seleccionada tenga altos conocimientos en otras materias pero no el nivel requerido de materia económica y monetaria.

El consejo europeo evitará tomar una decisión que en el futuro tenga la posibilidad de llevar al BCE a un problema de riesgo moral, así que buscarán una combinación de varios perfiles, para lograr que el BCE obtenga el grado óptimo de independencia.

Actualmente se ha obtenido una organización estratégica conforme al objetivo del BCE pero promoviendo una institución más democrática.

- Christine Lagarde: Actual presidenta del BCE y dada su trayectoria profesional, se puede clasificar dentro de la categoría de superstar, debido a que tiene un componente más político que técnico, incluso habiendo sido presidenta del fondo monetario internacional, es mayormente de carácter político, dado que es licenciada en derecho y no en economía, pero su componente comunicativo y de liderazgo es incuestionable, lo que incrementa el apoyo de la sociedad en la institución.
- Luis De Guindos: Es el actual vicepresidente del BCE y dada su trayectoria profesional, se puede clasificar dentro de la categoría de tecnócrata, dado que es licenciado en economía con premio extraordinario de carrera y técnico comercial y economista del estado(número 1 de su promoción), lo que le ofrece un componente altamente técnico a las decisiones del BCE.

La combinación de ambos perfiles no es casual, dado que la mezcla que ofrecen, otorgan unos beneficios muy altos para el banco, contrarrestando los costes. En la etapa de Mario Draghi el BCE fue una institución necesariamente muy técnica, pero que se alejó de la alineación social, ofreciendo a la sociedad el pensamiento de que era una institución muy lejana y cerrada. Sin embargo, el perfil



comunicativo y cercano que ofrece Christine Lagarde ofrece el acercamiento de la institución a la sociedad, reflejando un apoyo social importante para reforzar la independencia del BCE y un mejor marco operativo. Por otro lado, Luis De Guindos, ofrece un perfil más seriamente técnico, ofreciendo la imagen de que hay que conseguir la estabilidad de precios junto con el bienestar social, obteniendo así un mayor apoyo de la sociedad, que verá una independencia política en las decisiones del BCE.

En definitiva, en este capítulo queda motivada la importancia de seleccionar a la persona idónea para poder gestionar las expectativas de los agentes económicos, dado que si se realiza una combinación del perfil tecnócrata y superstar, se realizará una comunicación clara, concisa y objetiva de las decisiones técnicas acordadas por el BCE, lo que conlleva a un grado de transparencia óptimo y una mayor cercanía de la institución a la sociedad que involucra el cumplimiento de los dos principios democráticos, reforzando la independencia de la institución.

Sí lo estipulado en este capítulo no se cumple, entonces los agentes observan al BCE como una institución antidemocrática e incluso con nula credibilidad, así que el BCE no tendrá influencia en las expectativas de los agentes económicos.

En el siguiente gráfico queda reflejada la correlación positiva entre democracia e independencia, visualizando como los países con democracias avanzadas son también los países con un grado de mayor independencia en su banco central.

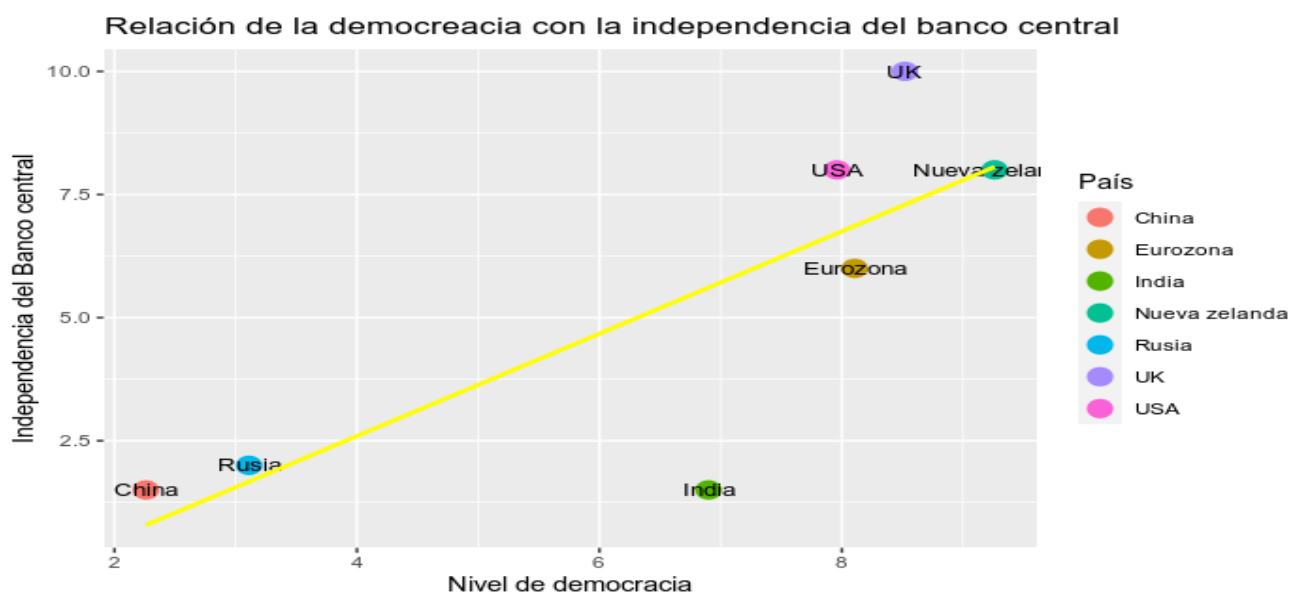


Gráfico 10 - Fuente:

Datos de democracia: The economist - *Democracy Index* 2019 - Elaboración propia.

Datos de independencia del banco central: FMI - Data used in Christopher Crowe and Ellen E. Meade (2007), "*Evolution of Central Bank Governance Around the World*," *Journal of Economic Perspectives* 21:4, pp. 69-90. - Elaboración propia.

La relación directa entre democracia de un país e independencia de un banco central es debida a la responsabilidad que alcanzan algunos países. Dicha responsabilidad nace de que su banco central rinde cuentas y tiene una grado de transparencia óptimo, reforzando los principios de un banquero/a idóneo/a.

El actual presidente del banco central de Nueva Zelanda, realiza una comunicación óptima de sus decisiones de política monetaria y periódicamente se somete a rendir cuentas, dado que sabe que si incumple sus objetivos, entonces rápidamente será destituido. Este hecho le obliga a ser prudente, por lo tanto, si cumple, su responsabilidad se verá incrementada. Por otro lado, los dirigentes de países como China o Rusia actúan contrarios a dichos principios, ya que actúan a favor político y no técnico.

Sin embargo, se puede extraer una notable causa de la relación democracia e independencia, y es que, los países integrantes de la organización BRICS<sup>48</sup> obtiene una tasa de inflación más alta, pero con menor frecuencia de variación, en cambio, los países desarrollados(USA, Eurozona, U.K, Nueva Zelanda) obtienen una tasa de inflación más baja pero con una frecuencia de variación significativamente mayor. Este hecho es justificado por conseguir realmente tener en la dirección del banco central una combinación binomial de perfiles y un marco estratégico dominante, que le permite al banco central aplicar sus cuatro principios técnicos.

#### Tasa de inflación:

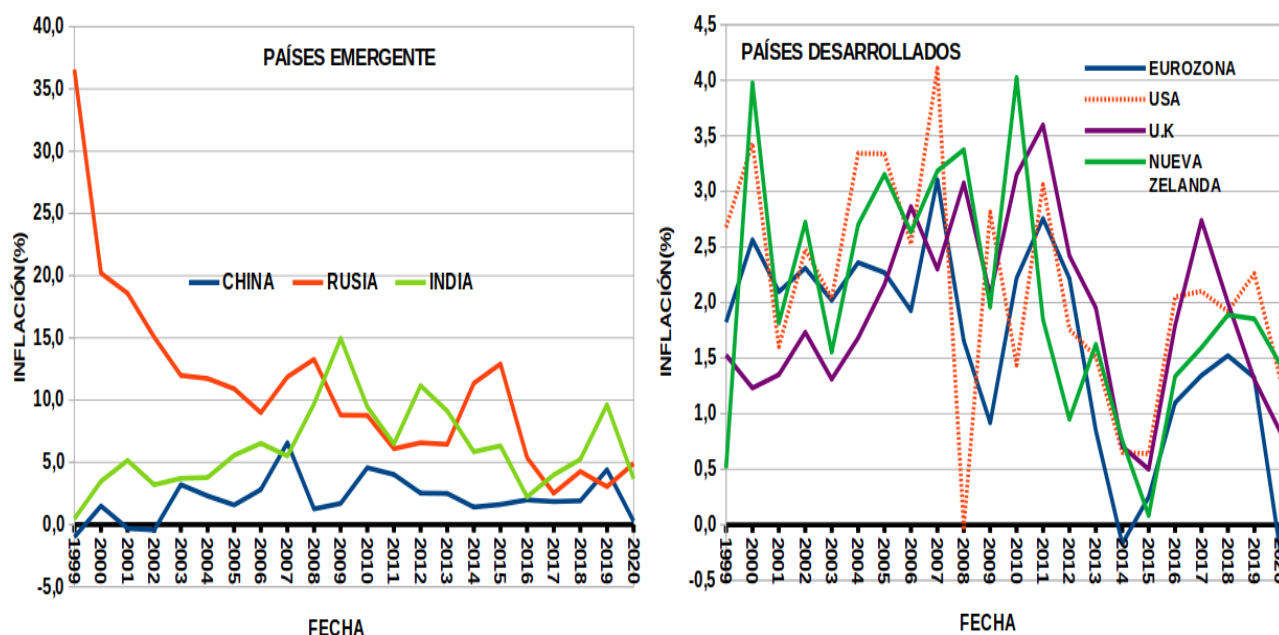


Gráfico 11 - Fuente: FRED - Elaboración propia

<sup>48</sup> Los países emergentes, integrados por Brasil, Rusia, India, China y Sudáfrica.

## **Capítulo 3: La credibilidad del banquero/a central**

### **3.1 – El impacto de la credibilidad**

#### **3.1.1 - Impacto en Europa**

En virtud del hecho de motivación realizado en el capítulo 2 para la selección del banquero / a central idóneos para la obtención de la gestión de las expectativas, como nuevo instrumento plausible de integrar en el marco operativo, se reforzará dicho hecho con un análisis, donde, *certeris paribus*, se involucrarán los dos actos más significativos de Mario Draghi y los dos actos más significativos de Christine Lagarde. Por ende, el análisis quedará realizado sobre los mismos factores institucionales para ambas personas.

En relación con lo redactado en el capítulo 2, las expectativas son de muy variada índole, pudiendo ser segmentadas entre racionales e irracionales, ante la realidad del banquero/a central. Dado que los racionales cumplen los axiomas de Cuthbertson y los irracionales no cumplen dichos axiomas. De facto, como medida agregada de ambos tipos de agentes económicos, podemos diferenciar dos tipos de series temporales. Los agentes integrantes en los mercados financieros, por lo general, tienen una relación más estrecha con la económica, formando parte en el inicio del mecanismo de transmisión de política monetaria, por ende, sus acciones quedan ligadas a los axiomas de Cuthbertson, de esta forma, las series temporales financieras son más adecuadas para el análisis. Por otro lado, están los agentes irracionales, que no tienen una estrecha relación con la económica, dado que son los actores que realizan sus actos en las fases finales del mecanismo de transmisión de la política monetaria, realizando la formación de las series temporales no financieras.

Las series temporales financieras y las series temporales no financieras, tienen un elemento diferenciador que es de suma importancia en el análisis, dado el retardo que se produce en el mecanismo de transmisión de la política monetaria. Dicho retardo es significativamente mayor en las series temporales no financieras que en las series temporales financieras.

En conformidad con lo fundamentado, con el fin de obtener un análisis de efectos instantáneos, se ha elegido al inicio, la serie temporal financiera: «Economic policy uncertainty index for Europe», donde se integran toda clase de factores que involucren incertidumbre, como son las noticias, decisiones políticas, etc.

En el gráfico 12 se puede observar la señalización de las consiguientes fechas:

- A: Primera conferencia de prensa de Mario Draghi, presidente del BCE, Vítor Constâncio, vicepresidente del BCE, Fráncfort del Meno, el 3/11/2011.
- B: Discurso de Mario Draghi, presidente del BCE en la conferencia de inversión global en Londres el 26/07/2012.
- C: Primera conferencia de prensa de Christine Lagarde, presidenta del BCE, Luis De Guindos, vicepresidente del BCE, Fráncfort del Meno, el 12/12/2019.
- D: Conferencia de prensa de Christine Lagarde, presidenta del BCE, Luis De Guindos, vicepresidente del BCE, Fráncfort del Meno, el 12/03/2020, en el inicio de la pandemia del Covid-19.

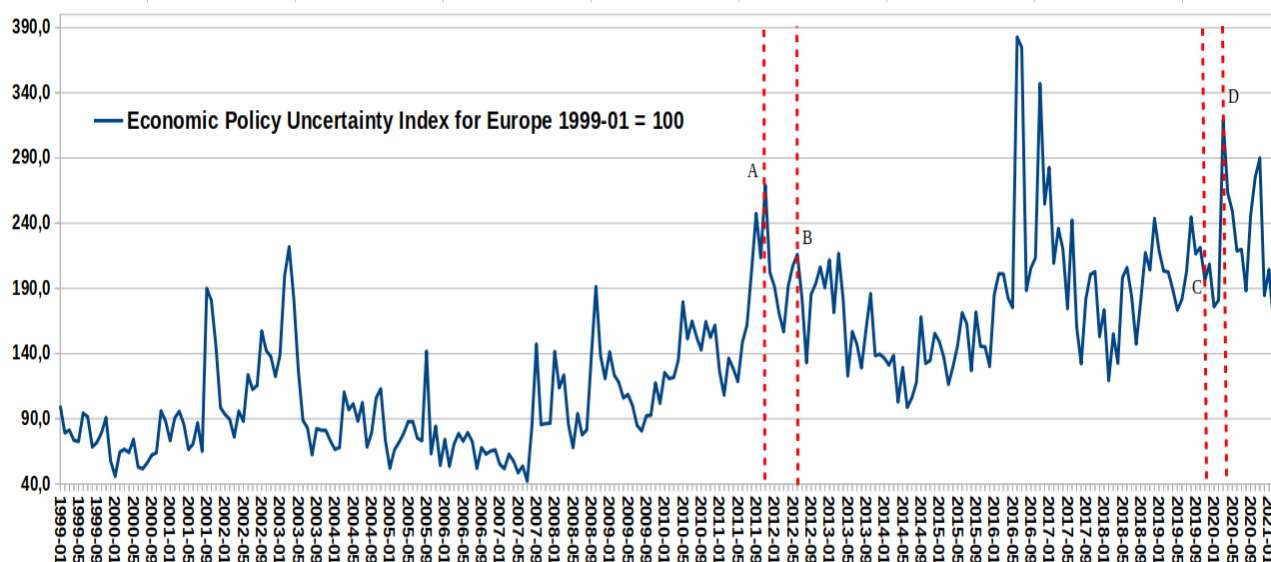


Gráfico 12 - Fuente: Baker, Scott R., Bloom, Nick and Davis, Stephen J., *Economic Policy Uncertainty Index for Europe*, retrieved from FRED. News-based index for 5 European economies (Germany, the United Kingdom, France, Italy, and Spain). - Elaboración propia.

De la serie temporal se obtiene a través de Gretl:

Estadísticos principales, usando las observaciones 1999:01 - 2021:03 para la variable 'EconomicPolicyUncertaintyInd' (267 observaciones válidas)

Media	137,49
Mediana	130,21
Mínimo	42,126
Máximo	382,71
Desviación típica	62,724
C.V.	0,45622
Asimetría	0,84403
Exc. de curtosis	0,85783
Percentil del 5%	56,707
Percentil del 95%	245,53
Rango intercuartílico	98,517
Observaciones ausentes	0

Un factor importante es que al elaborar la serie temporal en número índice, obtenemos las tasas de crecimiento acumuladas, por lo tanto, obtenemos un rango que establece un mínimo de -57,87% y un máximo de 282,7%, en las tasas de crecimiento acumulado respecto a 01/01/1999.

Obteniendo en los 4 puntos del análisis, una tasa de crecimiento acumulada de:

- A: 169,05% respecto a la fecha 01/01/1999.
- B: 82,82% respecto a la fecha 01/01/1999.
- C: 96,62% respecto a la fecha 01/01/1999.
- D: 2019,19% respecto a la fecha 01/01/1999.

En concreto, solamente de estos datos, se pueden extraer una amplitud de ideas, pero pudiendo fácilmente error, así que, se ha realizado un tratamiento econométrico de la serie temporal, con el fin de extraer la volatilidad de la serie, donde se obtendrá el verdadero comportamiento de los agentes racionales ante eventos plausibles de crear incertidumbre.

En el análisis econométrico se han realizado las siguientes técnicas:

- 1<sup>a</sup> – Estacionariedad en varianza: con el gráfico rango-media, para obtener una medida de variabilidad mediante la relación desviación típica y la media como medida de nivel. De esta forma sabremos si la variabilidad de la serie aumenta con el tiempo o con el nivel de la serie.
- 2<sup>a</sup> – Estacionariedad en media: con el contraste de Dickey – Fuller, que nos dirá si la serie tiene alguna raíz unitaria o no.
- 3<sup>a</sup> – Estimar y seleccionar el modelo que más se ajuste a la serie: con el proceso ARIMA.
- 4<sup>a</sup> – Identificación de valores atípicos: con la observación de los residuos estandarizados del modelo seleccionado por el proceso ARIMA.
- 5<sup>a</sup> – Creación de variables impulso: con la integración de los valores atípicos como variables ficticias del rango de observaciones.
- 6<sup>a</sup> – Estimación y selección del modelo que más se ajuste a la serie: con el proceso ARIMA con la introducción de las variables impulso como variables independientes.

7<sup>a</sup> – Contraste de varianza condicional<sup>49</sup>: con el contraste ARCH<sup>50</sup> que nos indica si la varianza condicional de la serie es homocedastica(H0, constante) o heterocedastica(H1, no es constante).

8<sup>a</sup> - Obtención de los residuos al cuadrado como medida de volatilidad de la serie.

Obteniendo como resultados:

Técnicas	Resultado	Tratamiento
1 <sup>a</sup>	La serie aumenta con el nivel	Aplicación de logaritmo
2 <sup>a</sup>	Al menos una raíz unitaria	Aplicación de 1 <sup>a</sup> diferencias del logaritmo
3 <sup>a</sup>	ARMA(1,1) por M.Verosimilitud exacta	Por los criterios de información
4 <sup>a</sup>	5 valores atípicos	09/2001 - 09/2005 - 10/2005 - 09/2007 - 06/2016
5 <sup>a</sup>	5 Variables, una por cada atípico	
6 <sup>a</sup>	ARMA(1,1) por M.Verosimilitud exacta	Por los criterios de información
7 <sup>a</sup>	No hay evidencias para rechazar H0, Varianza condicional homocedastica	

Tabla 2 - Fuente: Elaboración propia.

Al finalizar el análisis econométrico de la serie temporal, se obtiene:

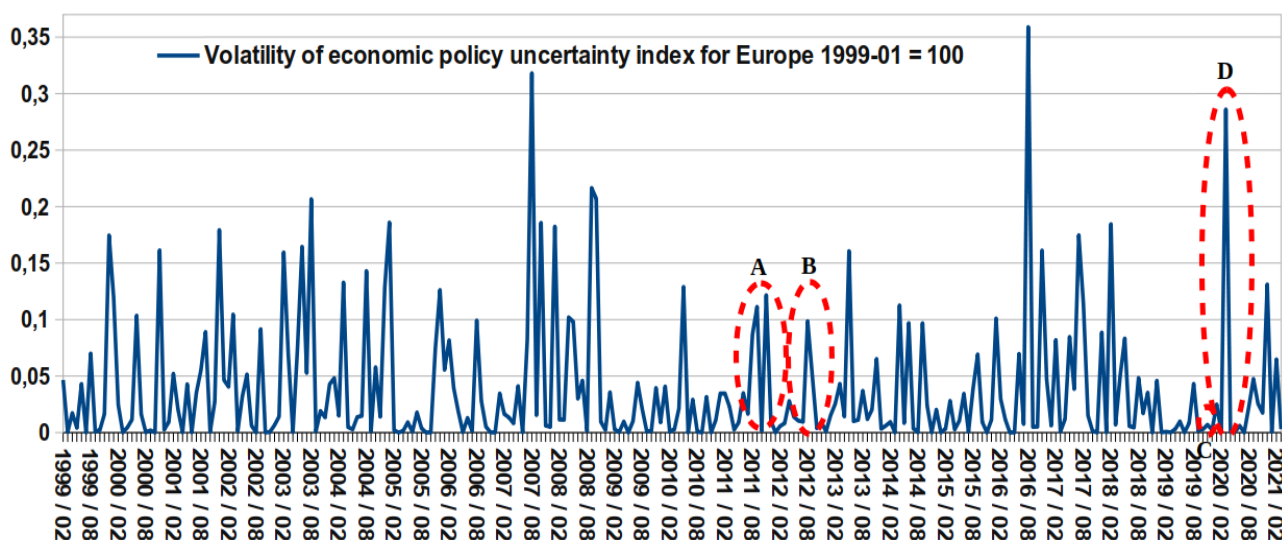


Gráfico 13 - Fuente: Baker, Scott R., Bloom, Nick and Davis, Stephen J., *Economic Policy Uncertainty Index for Europe*, retrieved from FRED. News-based index for 5 European economies (Germany, the United Kingdom, France, Italy, and Spain) – Elaboración propia.

<sup>49</sup> La varianza condicional es el valor de variabilidad que se espera para un periodo en una serie temporal.

<sup>50</sup> El modelo ARCH implica que la varianza condicional tiene una estructura autorregresiva en función de las innovaciones pasadas.

Inicialmente se puede notar como los momentos de mayor volatilidad de la serie temporal no son ni en el punto A, ni B, ni en C. En este sentido, destacar tres ideas principales:

- 1ª – La sustitución de un presidente/a del banco central no crea volatilidad en la incertidumbre.
- 2ª – La gestión realizada de las expectativas en el punto B por parte de Mario Draghi, no puede apoyarse sobre la idea de un incremento del riesgo ante la incertidumbre sobre el futuro del euro.
- 3ª – En el punto D, la presidenta Christine Lagarde tuvo que enfrentarse al tercer momento de la historia del BCE con mayor volatilidad en la incertidumbre y sus palabras no tuvieron el impacto significativo que si obtuvo Mario Draghi con sus palabras en el discurso ante inversores en Londres el día 26/07/2012.

En atención a lo expuesto, cabe considerar, la importancia del diseño institucional motivado en el capítulo 2 para la gestión de las expectativas.

Dentro de esta perspectiva agregada en la incertidumbre europea, se debe de profundizar en el análisis y poner enfoque a los efectos ocurridos en los cuatro principales países de la eurozona.

### 3.1.2 - Impacto sesgado de la credibilidad: principales países de la eurozona

De conformidad a lo descrito en el inicio de este capítulo, se utilizarán las series temporales financieras de los rendimientos de los bonos gubernamentales a 10 años, con el fin extraer la razón del impacto sesgado en sus rendimientos.

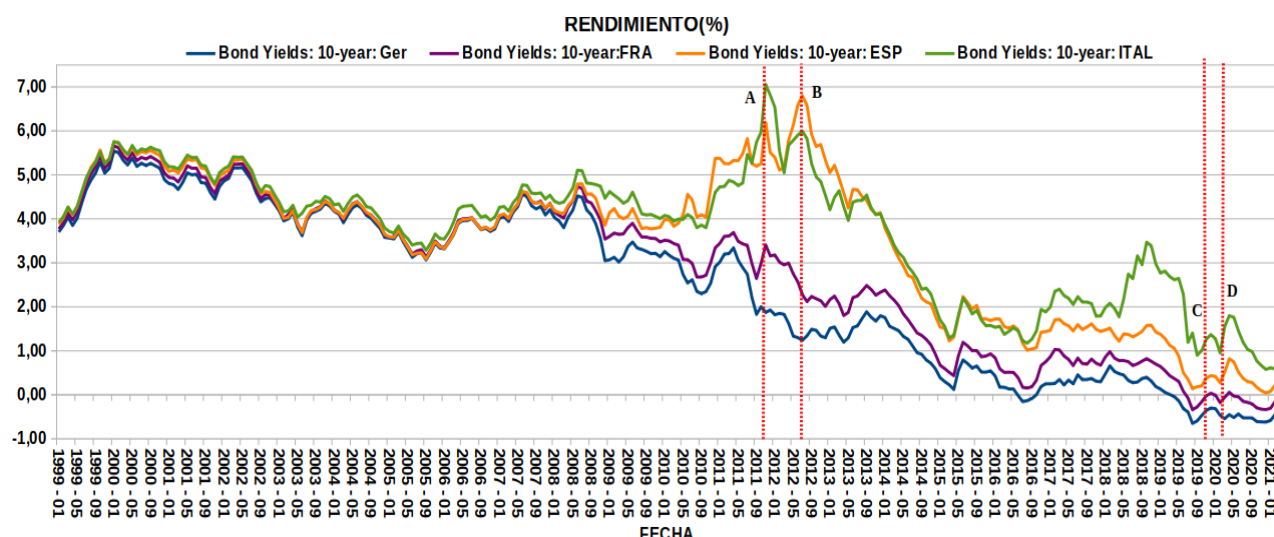


Gráfico 14- Fuente: Organization for Economic Co-operation and Development, Long-Term Government Bond Yields: 10-year: Main (Including Benchmark) for Germany, retrieved from FRED, Federal Reserve Bank of St. Louis. - Elaboración propia.



Para tal fin, se ha realizado un tratamiento econométrico de cada una de las series temporales, idéntico al realizado anteriormente para la obtención de la volatilidad en el gráfico 13, excepto en el punto 7, donde se ha sustituido el contraste ARCH por el contraste EGARCH<sup>51</sup>, para poder identificar si existe efecto apalancamiento<sup>52</sup> en alguna de las series temporales financieras.

Obteniendo como resultado:

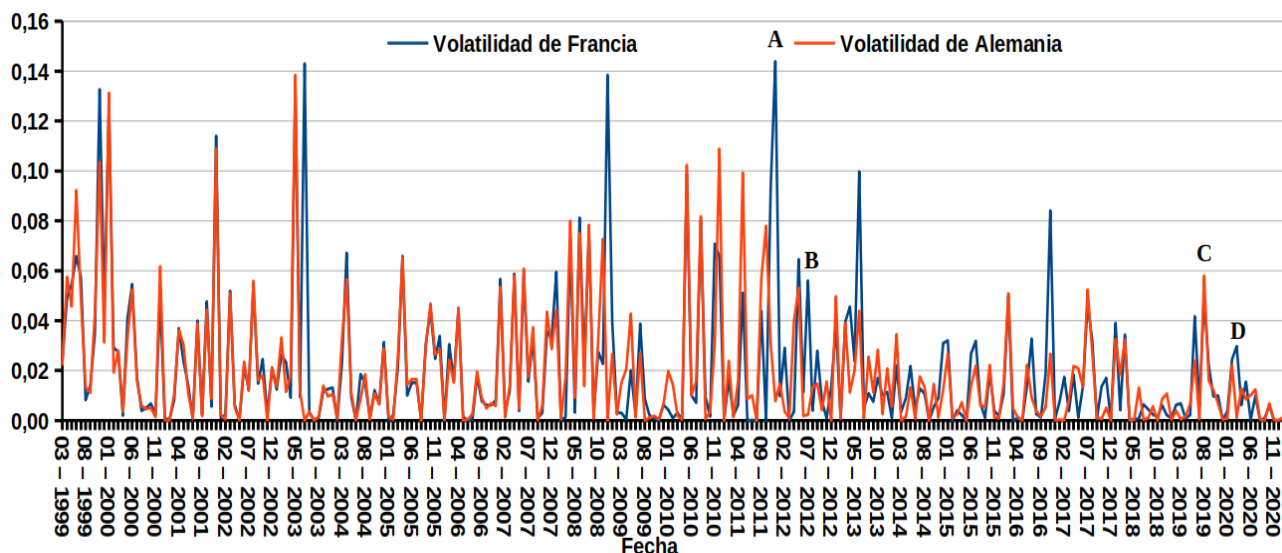


Gráfico 15 - Fuente: Organization for Economic Co-operation and Development, Long-Term Government Bond Yields: 10-year: Main (Including Benchmark) for Germany, retrieved from FRED, Federal Reserve Bank of St. Louis. - Elaboración propia.

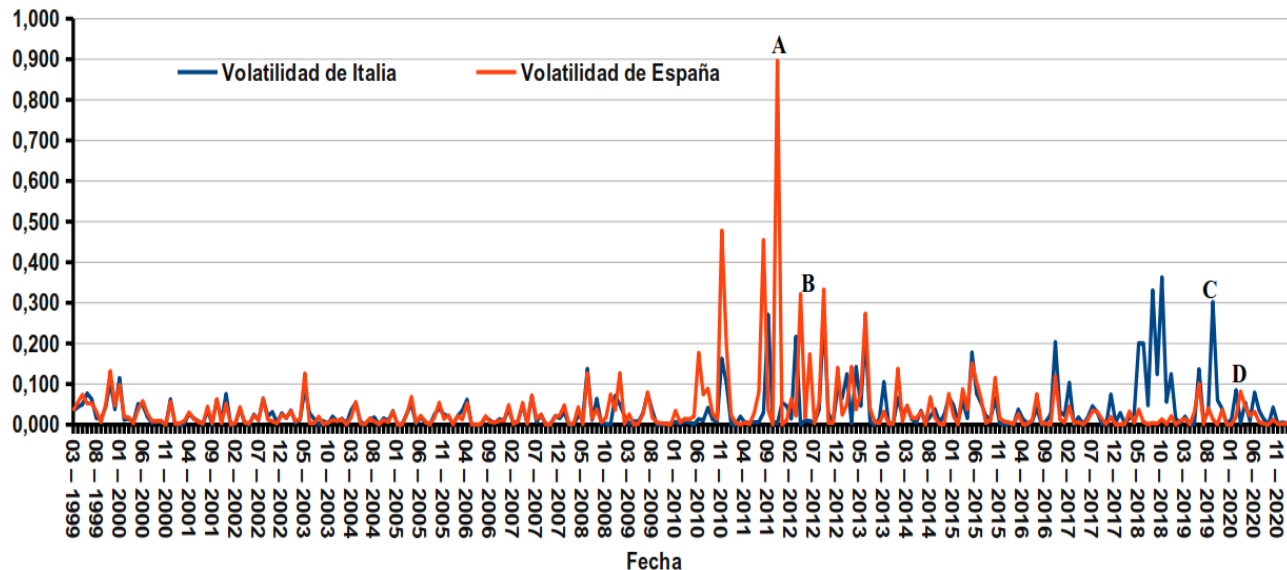


Gráfico 16- Fuente: Organization for Economic Co-operation and Development, Long-Term Government Bond Yields: 10-year: Main (Including Benchmark) for Germany, retrieved from FRED, Federal Reserve Bank of St. Louis. - Elaboración propia.

<sup>51</sup> El modelo EGARCH implica que la varianza condicional tiene una estructura autorregresiva que depende de las innovaciones pasadas, pero también introduce la varianza condicional de  $p$  periodos anteriores, permitiendo captar asimetrías de dicha varianza en las innovaciones pasadas.

<sup>52</sup> La volatilidad es asimétrica con las malas ( $\gamma < 0$ ) y las buenas noticias ( $\gamma > 0$ ).



Se han expuesto dos gráficos(15 y 16), a raíz de la identificación de los procesos econométricos, dado que las series de Francia y Alemania siguen un proceso distinto al proceso seguido por las series de España e Italia. En este sentido, con el fin de visualizar los procesos, se presenta la siguiente tabla:

Datos	ALEMANIA	FRANCIA	ESPAÑA	ITALIA
Proceso	AR (1)	AR (1)	MA (1)	MA (1)
Estimación	M.V Condicional	M.V Condicional	M.V Exacta	M.V Exacta
Constante	No Est. significativa	No Est. significativa	No Est. significativa	No Est. significativa
Coeficiente	Phi = 0,275440	Phi = 0,351567	Theta = 0,3586	Theta = 0,2618
P – valor coeficiente	8,47e-07	5,08e-10	2,25e-09	9,50e-05
N.º Var impulso	4	5	2	6
Criterio de Akaike	-286,1667	-272,2518	-116,9948	-120,7494
Criterio de Schwarz	-268,2680	-250,7961	-102,6758	-92,08146
Crit. de Hannan-Quinn	-278,9753	-263,6303	-111,2416	-109,2324
Raíz real	3,6306	2,8444	-2,7884	-3,82
$\sigma$ de regresión	0,139	0,143	0,191	0,187
Estructura EGARCH(1,1)	Distribución t	Distribución t	Dist. Normal	Dist. Normal
$\alpha$	- 0,457	-0,339	-0,17	-1,03
$\gamma$	0, 476	0,415	0,318	1,38
$\beta$	0,855	0,741	0,931	0,66
ni	2,497	2,27	2,12	0,75
P-valor $\alpha$	16,24 %	51,9 %	81,06 %	25,93 %
P-valor $\gamma$	9 %	35,7 %	64,39 %	20,23 %
P-valor $\beta$	9,64 e-25	1,58 e-05	2,96 e-52	3,22e-17
P-valor de ni	9,08 e-19	1,22 e-28	1,60 e-154	3,31e-33

Tabla 3 - Elaboración propia.

Donde el modelo EGARCH se compone de:  $\alpha$  = son los parámetros del modelo ARCH,  $\gamma$  = es el parámetro de apalancamiento,  $\beta$  = son los parámetros del modelo GARCH y ni = es el coeficiente de la distribución t de Student.

En este sentido, dado los resultados, se reforzará la motivación del análisis, mediante la segmentación de los resultados obtenidos en el análisis econométrico.

- Francia y Alemania:
  - Se ha identificado por máxima verosimilitud condicional que ambas series temporales siguen un proceso autorregresivo de orden  $p = 1$ , por ende, el modelo es un AR(1), en consecuencia el valor de las series depende de 1 retardo.

- En ambas series, su parámetro de persistencia( $\Phi$ ) está lejos de la unidad, 0,35 para Francia y 0,27 para Alemania, lo que favorece un decrecimiento en las correlaciones. Además su raíz característica en valor absoluto, cae fuera de la unidad. Por consiguiente, ambas series(Alemania y Francia) son estacionarias en covarianza, permitiéndoles que un shock se desvanezca en el tiempo.
- Tomando la desviación típica<sup>53</sup> como una proxy de riesgo, se observa un menor riesgo en Alemania y Francia que en España e Italia.
- Ambas series siguen una estructura EGARCH(1,1), por lo tanto, sus varianzas condicionales son heterocedasticas, indicando que sus varianzas condicionales no son constantes, por ende, la varianza condicionada depende tanto de su propio pasado como de las innovaciones pasadas.
- En Alemania hay evidencias al 10% de significatividad de efecto apalancamiento(asimetría), pero de modo positivo, dado que  $\gamma > 0$ , lo que indica que se produce mayor volatilidad con las buenas noticias que con las malas noticias, explicado por ser el país de referencia en la coordinación espontánea de los mercados, sirviendo el bono Alemán a 10 años como activo de protección europeo. mientras que en Francia no hay evidencias, ya que su parámetro  $\gamma$  no es estadísticamente significativo.
- En ambos países hay estructura GARCH lo que significa que sus varianzas condicionales son heterocedasticas, por lo tanto, su varianza condicional depende de las innovaciones pasadas y de p retardos de la varianza condicional, en consecuencia no es constante.
- España e Italia:
  - Se ha identificado por máxima verosimilitud exacta que ambas series temporales siguen un proceso de media móvil de orden  $q = 1$ , por ende, los valores presentes de la serie dependen de su valor presente y de valores anteriores de un término de error ruido blanco, siendo sus autocorrelaciones cero para  $q + 1$ .
  - En ambas series, su parámetro de persistencia( $\Theta$ ) está lejos de la unidad, 0,358 para España y 0,26 para Italia, lo que favorece un decrecimiento en las correlaciones. Además su raíz característica en valor absoluto, cae fuera de la unidad. Por consiguiente, ambas series(España e Italia) son estacionarias en covarianza, permitiéndoles que un shock se desvanezca en el tiempo.

---

<sup>53</sup> Medida de volatilidad no condicional.

- Tomando la desviación típica<sup>54</sup> como una proxy de riesgo, se observa un menor riesgo en Italia que en España, pero ambos, son superiores a los valores de Alemania y Francia.
- Ambas series siguen una estructura EGARCH(1,1), por lo tanto, sus varianzas condicionales son heterocedasticas, indicando que sus varianzas condicionales no son constantes, por ende, la varianza condicionada depende tanto de su propio pasado como de las innovaciones pasadas.
- Ni en España ni en Italia hay evidencias estadísticamente significativas de efecto apalancamiento(asimetría).
- En ambos países hay estructura GARCH lo que significa que sus varianzas condicionales son heterocedasticas, por lo tanto, su varianza condicional depende de las innovaciones pasadas y de p retardos de la varianza condicional, en consecuencia no es constante.

En síntesis, tomando como países del Norte a Francia y Alemania y países del Sur a España e Italia, junto con los gráficos 15 y 16 y el análisis econométrico realizado, se extraen las siguientes ideas:

1. Los rendimientos de los bonos gubernamentales siguen un proceso econométrico distinto en los países del sur que en los países del norte, lo que demuestra el comportamiento de las series al iniciarse la crisis financiera de 2008, según se puede observar en el gráfico 15.
2. Los países más al norte, ofrecen un menor riesgo en términos de evolución de los rendimientos gubernamentales.
3. Al ser Alemania el país hegemónico de la eurozona, es el único de los cuatro países estudiados, donde la evolución del rendimiento del bono gubernamental a 10 años presenta el efecto asimétrico, lo que indica, que cuando se producen shocks positivos, como pueden ser las noticias, la volatilidad producida es mayor que cuando se producen shocks negativos. Este hecho da un indicio de la preferencia de los inversores por Alemania, dado que demuestra que un número mayor de inversores se encuentran invertidos en el bono Alemán, ya que cuando se producen buenas noticias o acontecimientos de carácter positivo, aumenta la oferta y demanda de bonos Alemanes.
4. En los gráficos 15 y 16 se puede observar un menor nivel en la volatilidad de los países del norte que en los del sur, además los países del sur, el nivel de la volatilidad es mayor que en los del norte.

---

<sup>54</sup> Medida de volatilidad no condicional.

Estas cuatro ideas otorgan en términos globales un fundamento sobre el sesgo en el comportamiento de las cuatro series temporales. En este sentido, dichas series temporales están formadas por datos, que son el resultado entre la oferta y la demanda, ya sea por inversores institucionales o inversores individuales, pero los datos, son en última instancia, el reflejo del comportamiento de los inversores, por ende, en ellos se plasma de forma agregada los mecanismos subyacentes que activan ciertas regiones cerebrales al tomar una decisión. De facto, para tomar una decisión, se activa un filtrado biológico, por el que se procesa la información recibida, pero el ser humano no puede codificar toda la información recibida de una señal, así que se producen actuaciones sesgadas por limitaciones fisiológicas, debido a la implicación de la parte instantánea o de la parte lógica del pensamiento cognitivo en dicha actuación.

Se puede pensar que un agente racional(inversor) puede actuar con el pensamiento cognitivo lógico y un agente irracional puede actuar con el pensamiento cognitivo instantáneo, pero comúnmente, según Richar Thaler<sup>55</sup>, las personas tomamos las opciones más fáciles, lo que implica que no analizamos con detalle todas y cada una de las decisiones, así que, la parte más utilizada es la instantánea. En este sentido, según la teoría de Richar Thaler se puede justificar el sesgo en el patrón de comportamiento entre las cuatro series temporales, incluso cuando están bajo el mismo banco central.

### **3.2 - Interpretación con big data de las conferencias de prensa del presidente/a del BCE**

Se ha realizado mediante técnicas de big data una minería de texto con lenguaje r para obtener las palabras más repetidas por parte de Mario Draghi y de Christine Lagarde, en sus dos momentos más decisivos. De esta forma, se podrá extraer la importancia de cada una de las palabras para el pensamiento cognitivo lógico e instantáneo, para enriquecer el fundamento ante la actuación de los inversores, dado que si los inversores piensan que pueden ser sorprendidos, su pensamiento se verá construido de una manera ilógica, lo que le llevará a tomar actuaciones instantáneas, lo que en última instancia, de forma agregada, creara riesgo en los mercados financieros innecesariamente, y viceversa, los inversores que piensen que las comunicaciones del banco central estarán en línea con un análisis técnico, pensarán que dichas comunicaciones no les sorprenderán, así que, actuaran de forma lógica, sin necesidad de crear riesgo innecesario en los mercados financieros.

De la minería de texto se ha obtenido:

---

<sup>55</sup> Premio nobel de economía del año 2017, por su contribución a la economía conductual.

Conferencia de prensa de Mario Draghi, presidente del BCE y Vítor Constâncio, vicepresidente del BCE, Fráncfort del Meno, 3/11/2011:

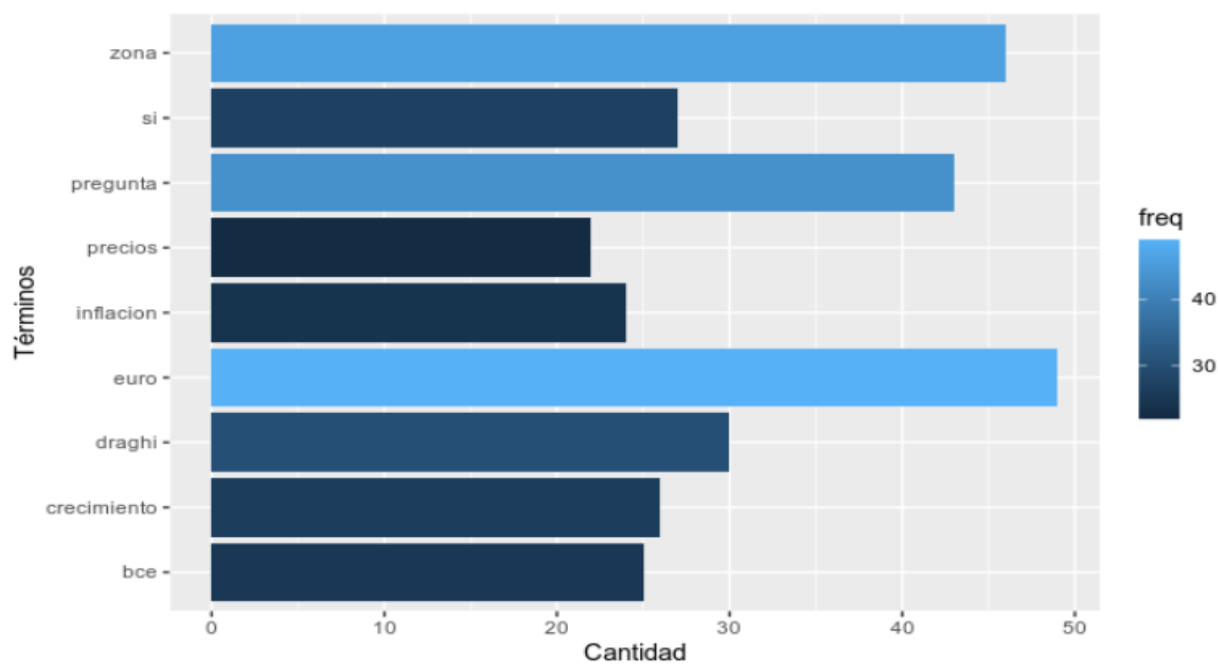


Gráfico 17 - Fuente: Banco central europeo, política monetaria, conferencia de prensa. Elaboración propia.

Discurso de Mario Draghi, presidente del BCE en la conferencia de inversión global en Londres 26/07/2012:

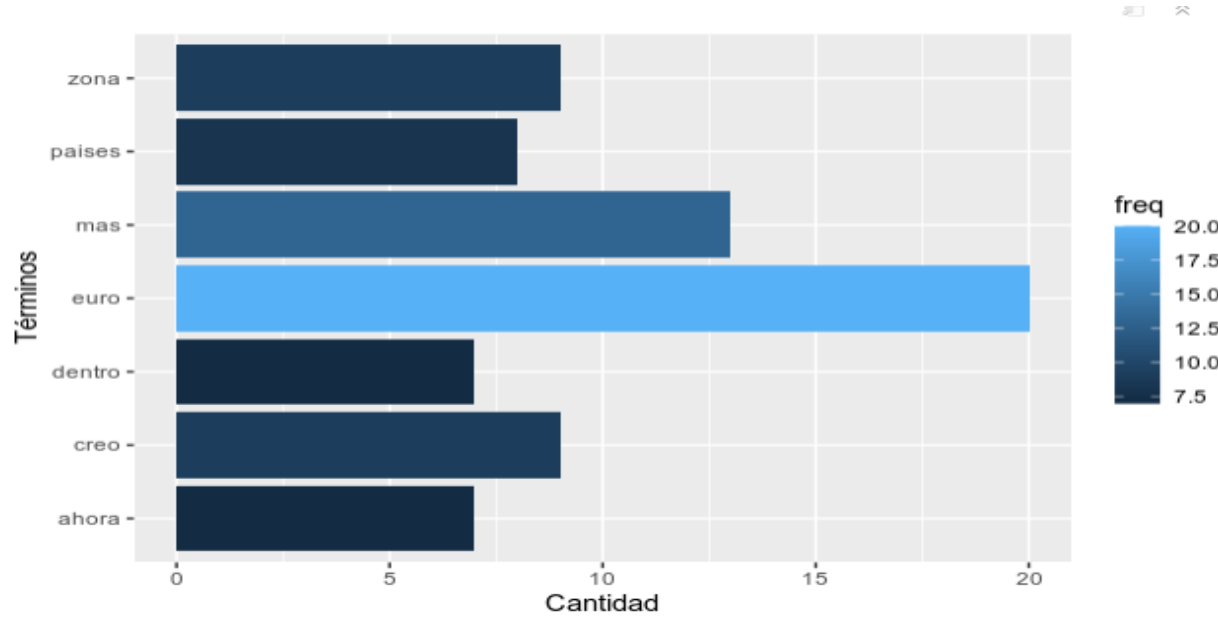


Gráfico 18 - Fuente: Banco central europeo, política monetaria, discurso del presidente . Elaboración propia.

Conferencia de prensa de Christine Lagarde, presidenta del BCE y Luis de Guindos, vicepresidente del BCE, Fráncfort del Meno, 12/12/2019:

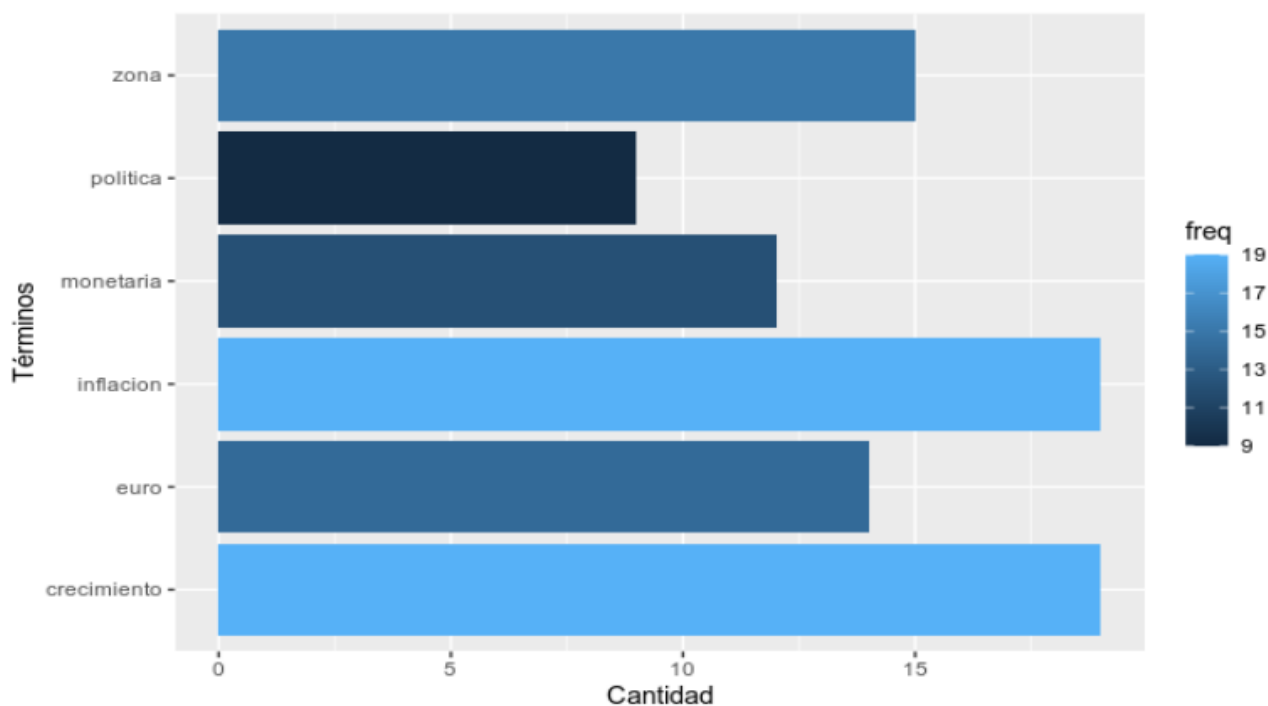


Gráfico 19 - Fuente: Banco central europeo, política monetaria, conferencia de prensa. Elaboración propia.

Conferencia de prensa de Christine Lagarde, presidenta del BCE y Luis de Guindos, vicepresidente del BCE, Fráncfort del Meno, 12/03/2020:

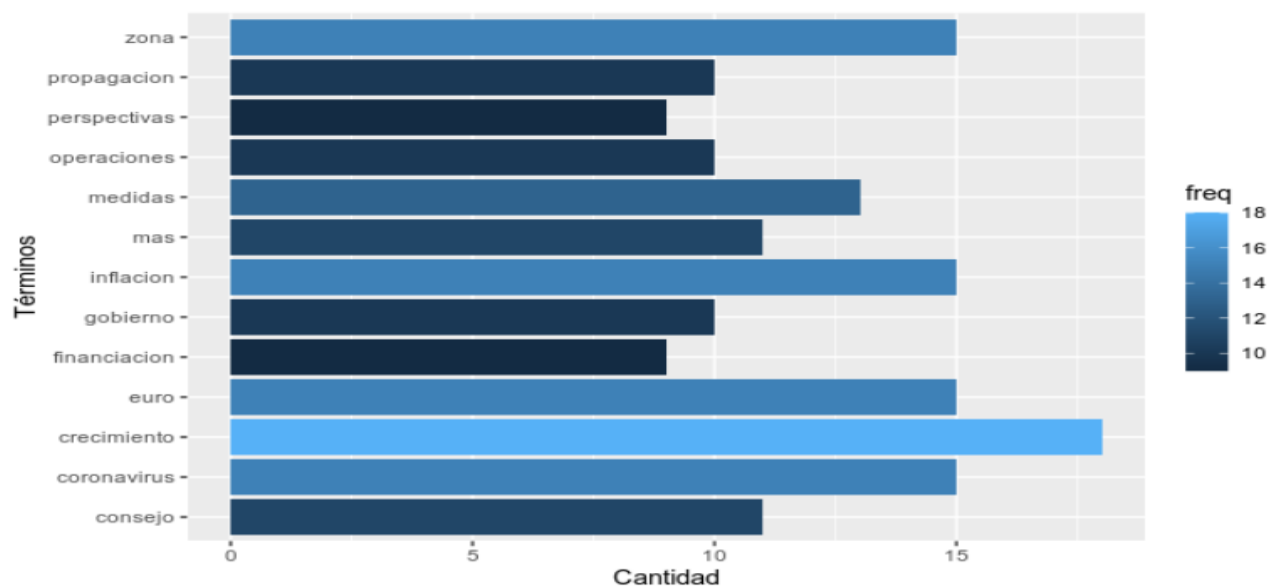


Gráfico 20 - Fuente: Banco central europeo, política monetaria, conferencia de prensa. Elaboración propia.

A continuación se expone una tabla resumen con las cuatro palabras más repetidas:

<b>Fecha</b>	<b>Presidente / a</b>	<b>1ª Palabra</b>	<b>2ª Palabra</b>	<b>3ª Palabra</b>	<b>4ª Palabra</b>
03 / 11 / 2011	M. Draghi	Euro	Zona	Pregunta	Draghi
26 / 07 / 2012	M. Draghi	Euro	Más	Creo	Zona
12 / 12 / 2019	C. Lagarde	Crecimiento	Inflación	Zona	Euro
12 / 03 / 2020	C. Lagarde	Crecimiento	Inflación	Coronavirus	Euro

Tabla 4 - Fuente: Banco central Europeo. Elaboración propia.

- Mario Draghi: Es un presidente que centra sus palabras en una parte más discrecional, poniendo enfoque al momento y lugar donde se encuentre, siendo capaz de resaltar el euro como eje principal de sus palabras.
- Christine Lagarde: Es una presidenta que centra sus palabras en la regla, estableciendo un enfoque más técnico, sin nunca olvidar el euro.

En síntesis, el pensamiento cognitivo de los inversores está influido por ambos tipos de palabras, en el mandato de Mario Draghi, los inversores saben que es posible que el enfoque del presidente les acabe sorprendiendo, por ello, actúan con la parte del pensamiento instantáneo, sin embargo, en el mandato de la presidenta Christine Lagarde, los inversores saben que su enfoque técnico, es menos probable que les sorprenda, por ello, actúan en mayor medida con el pensamiento lógico.

### **Parte III: Conclusiones**

En este trabajo se expone un análisis de un problema que acarrea el sistema de política monetaria actual, en énfasis, a la política monetaria se le trata bajo un enfoque cuantitativo a pesar de tener a día de hoy extraordinarios trabajos desde que J.F. Muth publicara su estudio: «Expectativas racionales y la teoría de los movimientos de los precios» en 1961, donde a raíz de Muth, Robert E. Lucas publico su trabajo: «expectativas y neutralidad del dinero» en 1972, introduciendo las expectativas racionales en la macroeconomía.

He mostrado que el trato cuantitativo no es casualidad, sino una evolución de acontecimientos históricos que son plasmados en la política. Dado que desde el inicio de las finanzas se ha necesitado una institución reguladora del sistema monetario (inicialmente en el código de Hammurabi), que actuara para obtener un sistema financiero saneado y eficiente, obligado a encontrar mejores y sofisticadas formas de comerciar (patrón oro clásico, patrón cambio dólar...), creando diferentes sistemas monetarios, primero representativo y finalmente fiduciario.

Los primeros bancos centrales eran una institución muy opaca, con influencias políticas y bajo grado de cumplimiento de reglas, pero finalmente con Paul Volcker tanto el sistema institucional como el sistema monetario cambio radicalmente a mejor, hasta la llegada de la crisis de 2007, donde quedo claro que con un marco de política monetaria cuantitativo en un mundo rápidamente cambiante los banqueros/as centrales no tienen un instrumento instantáneo para hacer frente a una situación que requiera de inmediatez, así que a continuación se indican los resultados encontrados.

En primer lugar, tras los actos acaecidos en la evolución histórica, se expone que aún habiendo tenido sistemas monetarios con una elevada funcionalidad, a lo largo de la historia, los errores cometidos que han llevado al fin de cada sistema, siempre han sido por tomar una vertiente política en vez de técnica. Desde Bretton Woods, pasando por Paul Volcker y llegando a día de hoy, observo que cada una de los rediseños realizados, siempre han sido introduciendo en la primera línea del propio sistema monetario técnicas cuantitativas y aunque Paul Volcker introdujera la gestión de expectativas como una técnica cualitativa, dicha técnica ocupo un papel secundario.

En segundo lugar, se expone como una institución antidemocrática como el banco central, concretamente el europeo, tiene que enfocar su diseño para poder tener la gestión de las expectativas de los agentes económicos, en consecuencia, se muestra lo importante que es combinar un perfil superstar y un perfil tecnócrata para liderar la institución, dado que con un grado de



comunicación óptima conseguirán una gran responsabilidad y apoyo popular, consiguiendo ser independientes sin plantear su grado de democracia. En este sentido, muestro como los bancos centrales que cumplen con el diseño tienen una tasa de inflación reducida, pero con mayor frecuencia de variación que los que no cumplen el diseño como es el caso de Rusia e India.

En tercer lugar, observo que la gestión de las expectativas llevadas a cabo por Mario Draghi en su discurso en Londres, no se puede apoyar en la idea de que había una creciente incertidumbre en los mercados, sino en la idea del pensamiento instantáneo de los inversores, como consecuencia de un discurso discrecional y sorpresivo, donde en el lado opuesto tenemos la conferencia de prensa de Christine Lagarde con el COVID-19, que con el tercer nivel de incertidumbre más alto, con un discurso técnico y nada sorpresivo, no produjo ninguna reacción en las expectativas de los agentes económicos.

En consecuencia, se muestra como en Alemania, Francia, España e Italia, la reacción que tuvieron los inversores en los bonos gubernamentales a 10 años fue distinta a partir de la crisis de 2007, debido a que siguen procesos econométricos distintos, en virtud de la conducta de dichos inversores. En este sentido, se expone a través de la volatilidad como los inversores buscan como activo seguro el bono Alemán y a modo especulativo el bono Español, dado un efecto apalancamiento positivo ( $\gamma > 0$ ) en Alemania y con un reducido nivel de volatilidad, frente a un elevado nivel de volatilidad en el bono gubernamental Español a 10 años.

Finalmente, se a de destacar el gran avance que han demostrado realizar los bancos centrales, principalmente el BCE, en acercar sus decisiones de política monetaria a todos los agentes económicos. En este sentido, los bancos centrales deben de poner el mismo énfasis en desarrollar medidas para gestionar las expectativas que el que pusieron a lo largo de la historia para desarrollar las medidas cuantitativas, con el fin de alcanzar el bienestar social.

## Parte IV: Bibliografía

Alonso Sánchez, Francisco(1995). Servicios de estudios N.º 9507: *La modelización de la volatilidad del mercado bursátil español*. Madrid: Banco de España.

Banca March(2015). Informe mensual de estrategia. Noviembre 2015. *El primer banco central de la historia y su máquina de imprimir dinero*, Rose Marie Boudegue Yerkovic.

Banco de España. Antecedentes: el IME. Disponible en:

[https://www.bde.es/bde/es/secciones/eurosistema/uem/la-union-economi/antecedentes—el/Antecedentes\\_\\_el\\_IME.html](https://www.bde.es/bde/es/secciones/eurosistema/uem/la-union-economi/antecedentes—el/Antecedentes__el_IME.html).

Banco de España. El camino hacia la UEM. Disponible en:

[https://www.bde.es/bde/es/secciones/eurosistema/uem/la-union-economi/el-camino-hacia-/El\\_camino\\_hacia\\_la\\_UEM.html](https://www.bde.es/bde/es/secciones/eurosistema/uem/la-union-economi/el-camino-hacia-/El_camino_hacia_la_UEM.html).

Banco de España. La introducción del euro. Disponible en:

<https://www.bde.es/bde/es/secciones/eurosistema/uem/el-euro/la-introduccion-/>.

Banco de España. Las tres fases de la UEM. Disponible en:

[https://www.bde.es/bde/es/secciones/eurosistema/uem/la-union-economi/las-tres-fases-d/Las\\_tres\\_fases\\_de\\_la\\_UEM.html](https://www.bde.es/bde/es/secciones/eurosistema/uem/la-union-economi/las-tres-fases-d/Las_tres_fases_de_la_UEM.html).

Banco de España. Los criterios de convergencia. Disponible en:

[https://www.bde.es/bde/es/secciones/eurosistema/uem/el-euro/los-criterios-de/Los\\_criterios\\_de\\_convergencia.html](https://www.bde.es/bde/es/secciones/eurosistema/uem/el-euro/los-criterios-de/Los_criterios_de_convergencia.html).

Banco de España. Servicios de estudios Nº9507(1995). *La modelización de la volatilidad del mercado bursátil español*. Francisco Alonso Sánchez.

Benlloch, Ricardo. Historia del banco central de Inglaterra – Andreas Andréades. Disponible en:

<https://ricardobenlloch.com/historia-del-banco-de-inglaterra-andreas-andreades/>.

Billetes antiguos. Papel moneda: Orígenes e historia. Disponible en:

<https://www.billetesantiguos.es/papel-moneda-origenes-e-historia/>.

Blanchard, O. y Ostry, J. “The multilateral approach to capital controls”, VOX<sup>UE</sup>. Disponible en:

<https://voxeu.org/article/multilateral-approach-capital-controls>.

Blanchard, O. *Macroeconomía*. Séptima edición. Editorial Pearson.

Comisión europea. Tipos de derechos de la UE. Disponible en: [https://ec.europa.eu/info/law/law-making-process/types-eu-law\\_es#:~:text=Hay dos tipos principales de,\" y \"Derecho derivado\".](https://ec.europa.eu/info/law/law-making-process/types-eu-law_es#:~:text=Hay dos tipos principales de,\)

Denia Cuesta, A.(2019-2020) *Técnicas de predicción en economía*. Temario y apuntes.

Derecho de la Unión Europea(Firmado 07/02/1992). Protocolo sobre los estatutos del sistema europeo de bancos centrales y del banco central europeo. Disponible en: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/TXT/HTML/?uri=CELEX:12016M/PRO/04&from=ES.>

Derecho de la Unión Europea(Fecha documento 26/10/2012). Versión consolidada del tratado de funcionamiento de la unión europea. Disponible en: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/TXT/PDF/?uri=CELEX:12012E/TXT&from=ES.>

Díaz Morlan, P. (2017-2018) *Historia económica de España (ss. XIX – XX)*.

European central bank – Eurosystem(2011). The monetary policy of the ECB. Disponible en: <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/monetarypolicy2011en.pdf?4004e7099b3dcdbf58d0874f6eab650e.>

European central bank – Eurosystem(15/06/2012). *President's address at the 14th ECB and its Watchers Conference, Mario Draghi, President of the ECB, Frankfurt am Main, 15 June 2012*. Disponible en: <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2012/html/sp120615.en.html.>

European central bank – Eurosystem(26/07/2012). *Speech by Mario Draghi, President of the European Central Bank at the Global Investment Conference in London 26 July 2012*. Disponible en: <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2012/html/sp120726.en.html.>

European central bank – Eurosystem(2021). *The monetary policy*. Disponible en: <https://www.ecb.europa.eu/mopo/html/index.en.html.>

Febrero, Ramón(1995). Documento de trabajo N.º 9515: Lucas y el galardón a las expectativas racionales: una nota. Madrid: campus de somosaguas, Universidad Complutense de Madrid.

Feenstra, R. y Taylor, A.(2012) *Macroeconomía internacional*. Segunda edición. Editorial Reverté.

Federal reserve board of Washington D.C.(January 2007). *Taylor rules*, by Athanasios Orphanides. Disponible en: <https://www.federalreserve.gov/pubs/feds/2007/200718/200718pap.pdf.>

Federal reserve bank of Richmond(November 2016). *The Burns Disinflation of 1974*, By Thomas A. Lubik, Christian Matthes, and Tim Sablik. Disponible en: [https://www.richmondfed.org/-/media/richmondfedorg/publications/research/economic\\_brief/2016/pdf/eb\\_16-11.pdf.](https://www.richmondfed.org/-/media/richmondfedorg/publications/research/economic_brief/2016/pdf/eb_16-11.pdf.)

Federal Reserve Bank of ST. Louis, Economics research, Working paper number 2019-030A(October 13, 2019). *Bretton Woods and the Reconstruction of Europe*. Authors: Lee E. Ohanian, Diana Van Patten, Paulina Restrepo-Echavarria, and Mark L. J. Wright.

Federal Reserve Bank of ST. Louis, Economics research,(July 2020) *Managing a New Policy Framework: Paul Volcker, the St. Louis Fed, and the 1979-82 War on Inflation*, by Kevin L. Kliesen and David C. Wheelock. Disponible en: <https://files.stlouisfed.org/files/htdocs/publications/review/2021/01/14/managing-a-new-policy-framework-paul-volcker-the-st-louis-fed-and-the-1979-82-war-on-inflation.pdf>.

Fernandez, Dani – Dr en economía. Tres hipótesis sobre la caída del Reino Unido y el patrón oro en 1931. Disponible en: <https://danifernandez.org/articulo/tres-hipotesis-la-caida-del-reino-unido-del-patron-oro-1931/>.

Florensa Palau. S(1983) “*El dólar y el oro 1968-1981*”, Un mundo en crisis, de la prosperidad al paro, siglo xx, historia universal, 34, pp. 72-84.

Forner Rodriguez,C. (2019/2020) *Economía financiera*. Temario y apuntes.

IMF, Working Paper 19/161. Enric Monnet y Damien puy (2019). *Do Old Habits Die Hard?, Central Banks and the Bretton Woods Gold Puzzle*.

Marín, J. y Rubio, G. (2001) *Economía financiera*. Editorial Antoni Bosch.

Martínez-Ruiz, Elena y Nogues-Marco, Pilar(2014). Estudios de Historia Económica N°66: *Crisis cambiarias y políticas de intervención en España 1880-1975*. Madrid: Banco de España.

Martinez Díaz, J.A. (2018 – 2019) *Políticas instrumentales*. Temario y apuntes.

Masó Pareja, A. *Macroeconomía intermedia*. Cuarta edición. Editorial Compas.

Mishkin, F.(May 1998) *Central banking in a democratic society: Implications for transition countries*.Graduate School of Business, Columbia University and National Bureau of Economic Research

Mishkin, F.( October 2004)*Can central bank transparency go too far?. National Bureau of Economic Research*

Mishkin, F.(February 2006)*Inflation targets: Real progress or repackaging of an old idea?.Columbia University*.

Mishkin, F.(2008) *Moneda, banca y mercados financieros*. Octava edición. Editorial Pearson.

MR finanzas personales. El primer banco central de la historia. Disponible en:

<https://mrfinanzaspersonales.com/primer-banco-central-historia/>.

National Bureau of Economic Research (junuary 1999). *A Historical Analysis of Monetary Policy Rules*, by John B. Taylor. Disponible en:

<https://www.nber.org/system/files/chapters/c7419/c7419.pdf>.

Norman Mora, E. (2018 – 2019) *Economía Española*. Temario y apuntes.

Parlamento europeo(12-2020). Historia de la unión económica y monetaria, por Christian Scheinert / Dražen Rakić. Disponible en:

<https://www.europarl.europa.eu/factsheets/es/sheet/79/historia-de-la-union-economica-y-monetaria>.

Ramón Rayo, J.(2019) “Paul Volcker: el arquitecto de un nuevo sistema monetario global”, El confidencial, 11 de diciembre. Disponible en: [https://blogs.elconfidencial.com/economia/laissez-faire/2019-12-11/volcker-arquitecto-sistema-monetario-global\\_2370395/](https://blogs.elconfidencial.com/economia/laissez-faire/2019-12-11/volcker-arquitecto-sistema-monetario-global_2370395/).

Ramón Rayo, J.(2019) ¿Quién fue Paul Volcker?.[Video en línea]. Disponible en:

<https://www.youtube.com/watch?v=qY6LWUwMi9k>.

Stephey, M.J. “Bretton Woods System”, TIME. Disponible en:

<https://content.time.com/time/business/article/0,8599,1852254,00.html>.

The economist(2019). *Democracy Index*(Table 2). A year of democratic setbacks and popular protest. A report by The Economist Intelligence Unit, pp 10-14.

Torró Gil, L. (2016-2017) *Historia económica mundial (ss. XIX - XX)*.

Turino, F. (2018 – 2019) *Marcoeconomía internacional*. Apuntes.

Unión Europea(07/02/1992). Comisión de las comunidades europeas – Tratado de la unión europea. Disponible en:

[https://europa.eu/european-union/sites/europaeu/files/docs/body/treaty\\_on\\_european\\_union\\_es.pdf](https://europa.eu/european-union/sites/europaeu/files/docs/body/treaty_on_european_union_es.pdf)

Wizink. “¿Cuándo aparecieron los primeros bancos?”. Disponible en:

<https://blog.wizink.es/descubre-wizink/cuando-aparecieron-los-primeros-bancos/>.

Zamagni, V. *Historia económica de la Europa contemporánea*.